

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

买入 (维持)

2022 年 08 月 23 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

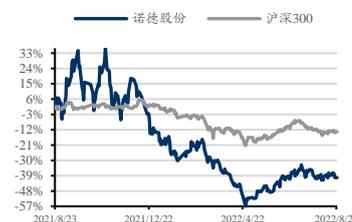
执业证书: S0600121070056
liuxt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	4,446	5,170	7,212	9,507
同比	106%	16%	39%	32%
归属母公司净利润 (百万元)	405	604	907	1,274
同比	7422%	49%	50%	40%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.23	0.35	0.52	0.73
P/E (现价&最新股本摊薄)	47.14	31.64	21.05	14.99

投资要点

- **22H1 归母净利润 2.03 亿元, 同增 0.81%, 业绩低于市场预期。**2022 年 H1 公司营收 20.53 亿元, 同比增长 2.25%; 归母净利润 2.03 亿元, 同比增长 0.81%; 22H1 毛利率 23.52%, 同比减少 0.77pct; 净利率为 9.89%, 同比增加 0.14pct。22 年 Q2 公司实现营收 9.41 亿元, 同比减少 15.84%, 环比减少 15.35%; 归母净利润 0.76 亿元, 同比减少 44%, 环比减少 39.94%, 22Q2 毛利率为 23.12%, 同比减少 3.22pct, 环比减少 0.73pct; 归母净利率 8.1%, 同比减少 4.07pct, 环比减少 3.32pct; Q2 扣非净利率 7.47%, 同比下降 4.03pct, 环比下降 2.43pct。
- **受疫情影响 Q2 铜箔出货环比下滑, 加工费下调盈利承压。**22H1 公司铜箔业务实现营收 18.48 亿元, 出货 1.74 万吨, 其中 Q2 公司出货 8400 吨+, 环比下降 7%左右, 主要由于 Q2 受疫情影响需求偏弱, 随着需求逐步向好, 公司排产逐月向上, 8 月排产可恢复至 4000 吨+, Q3 整体公司铜箔出货预计约 1.2 万吨, 环增 40-50%, 我们预计全年出货量 4.6-4.8 万吨, 同增 35%左右。盈利方面, Q2 铜箔单吨盈利约 1 万元/吨, 环比 Q1 的 1.23 万元/吨下降约 18%, 一方面由于 Q2 铜箔供给阶段性过剩, 主流产品加工费下调 0.5-1 万元/吨, 另一方面, Q2 公司产能利用率偏低, 且新增产能处于爬坡阶段, 影响盈利。22H2 考虑铜箔价格调整存在滞后, 加工费下调对 Q3 仍有影响, 但公司在手订单饱满, 出货量增长可摊薄折旧费用等, 预计 Q3 盈利可维持稳定, 我们预计全年单吨盈利维持 1.1-1.2 万元/吨左右, 同比基本持平。
- **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, 投产后公司产能增至 13.5 万吨, 产能扩张领先行业, 我们预计 2023 年公司出货 7 万吨+, 同增 50%+。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, 预计下半年海外客户占比可提升至 30%左右, 且陆续切换 6 μ m 产品, 产品结构进一步优化, 龙头地位维持。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑铜箔加工费下行, 我们下修公司 2022-2024 年归母净利润 6.04/9.07/12.74 亿元 (原预测 8.12/10.69/14.29 亿元), 同比增长 49%/50%/40%, 对应 PE 为 32/21/15 倍, 给予 2023 年 30xPE, 对应目标价 15.6 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动, 电动车销量不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.95
一年最低/最高价	7.88/25.10
市净率(倍)	3.05
流通 A 股市值(百万元)	15,371.64
总市值(百万元)	19,094.64

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.59
资产负债率(% ,LF)	47.06
总股本(百万股)	1,743.80
流通 A 股(百万股)	1,403.80

相关研究

《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

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

2022-04-19

22H1 归母净利润 2.03 亿元，同增 0.81%，业绩低于市场预期。2022 年 H1 公司营收 20.53 亿元，同比增长 2.25%；归母净利润 2.03 亿元，同比增长 0.81%；扣非净利润 1.8 亿元，同比减少 4.87%；毛利率为 23.52%，同比减少 0.77pct；净利率为 9.89%，同比增加 0.14pct。

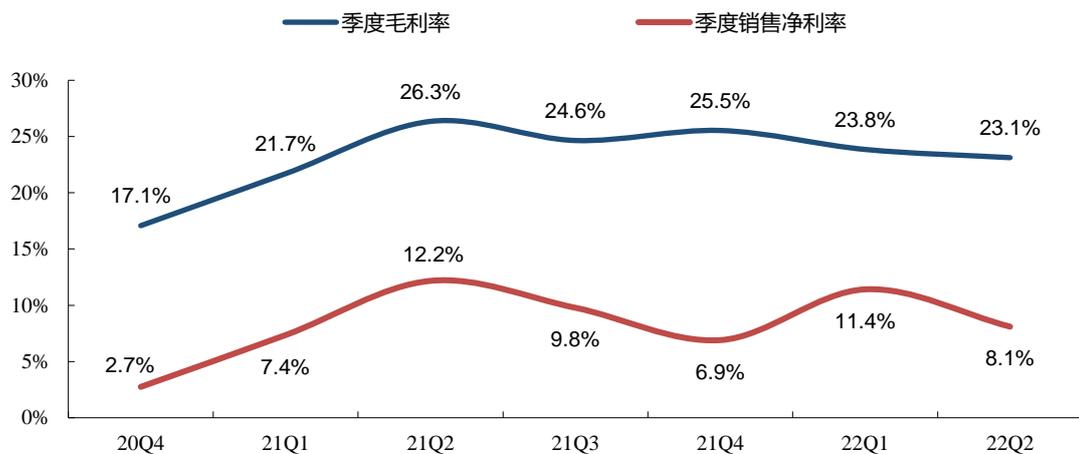
Q2 公司归母净利 0.76 亿元，盈利同环比下滑。22 年 Q2 公司实现营收 9.41 亿元，同比减少 15.84%，环比减少 15.35%；归母净利润 0.76 亿元，同比减少 44%，环比减少 39.94%，扣非归母净利润 0.7 亿元，同比减少 45.34%，环比减少 36.14%，其中子公司中科英华（长春）Q2 受疫情影响亏损 546.5 万元，江苏联鑫亏损 1278.29 万元，合计约 1800 万元净利润，拉低公司业绩。盈利能力方面，Q2 毛利率为 23.12%，同比减少 3.22pct，环比减少 0.73pct；归母净利率 8.1%，同比减少 4.07pct，环比减少 3.32pct；Q2 扣非净利率 7.47%，同比下降 4.03pct，环比下降 2.43pct。

图 1：公司分季度经营情况（百万元）

	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万)	941.1	1,111.8	1,209.7	1,228.3	1,118.3	889.5
-同比	-15.84%	25.00%	52.96%	114.87%	151.82%	155.46%
毛利率	23.12%	23.85%	25.54%	24.64%	26.35%	21.70%
归母净利润(百万)	76.2	126.9	83.5	120.1	136.1	65.4
-同比	-44.00%	94.05%	284.66%	8663.26%	-1721.07%	-803.30%
归母净利率	8.10%	11.41%	6.90%	9.78%	12.17%	7.35%
扣非归母净利润(百万)	70.3	110.1	79.38	106.11	128.62	61.01
-同比	-45.34%	80.45%	-552.60%	-1610.00%	976.92%	640.81%
扣非归母净利率	7.47%	9.90%	6.56%	8.64%	11.50%	6.86%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 2：季度盈利能力



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

受疫情影响 Q2 铜箔出货环比下滑，加工费下调盈利承压。22H1 公司铜箔业务实现营收 18.48 亿元，出货 1.74 万吨，其中 Q2 公司出货 8400 吨+，环比下降 7%左右，主要由于 Q2 受疫情影响需求偏弱，随着需求逐步向好，公司排产逐月向上，8 月排产可恢复至 4000 吨+，Q3 整体公司铜箔出货预计约 1.2 万吨，环增 40-50%，全年出货量预计 4.6-4.8 万吨，同增 35%左右。盈利方面，Q2 铜箔单吨盈利约 1 万元/吨，环比 Q1 的 1.23 万元/吨下降约 18%，一方面由于 Q2 铜箔供给阶段性过剩，主流产品加工费下调 0.5-1 万元/吨，另一方面，Q2 公司产能利用率偏低，且新增产能处于爬坡阶段，影响盈利。看下半年，考虑铜箔价格调整存在滞后，加工费下调对 Q3 仍有影响，但公司在手订单饱满，出货量增长可摊薄折旧费用等，预计 Q3 盈利可维持稳定，我们预计全年单吨盈利维持 1.1-1.2 万元/吨左右，同比基本持平。

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，投产后公司产能增至 13.5 万吨，产能扩张领先行业，我们预计 2023 年公司出货 7 万吨+，同增 50%+。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，预计下半年海外客户占比可提升至 30%左右，且陆续切换 6 μ m 产品，产品结构进一步优化，龙头地位维持。

图 3：诺德股份分业务拆分情况

	2022H1		2021				2020	
	营业收入 (亿)	同比	营业收入 (亿)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿)	毛利率
铜箔行业	18.48	-	40.86	116.4%	24.61%	5.69pct	18.88	18.92%
电线电缆及附件	1.62	-	2.86	46.7%	10.94%	-2.35pct	1.95	13.29%
贸易收入	0.39	-	0.56	211.1%	99.46%	-	0.18	-
其他业务	0.04	-	0.17	41.7%	46.61%	7.37pct	0.12	39.24%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 4: 诺德股份主要子公司经营情况

公司名称	2022H1				2021H2		2021H1	
	营业收入 (亿元)	营收- 同比	净利润 (亿元)	净利润 -同比	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
青海电子	23.33	1%	2.09	15%	25.64	1.96	23.12	1.82
青海诺德	5.75	23%	0.60	-13%	5.46	0.83	4.67	0.69
惠州联合铜箔	5.17	43%	0.47	63%	3.95	0.30	3.63	0.29
深圳百嘉达	28.07	28%	0.51	87%	28.03	0.41	21.86	0.27
中科英华 (香港)	0.38	-89%	-0.32	-204%	3.51	0.13	3.54	0.31
江苏联鑫	1.33	-61%	-0.13	-141%	3.13	0.11	3.42	0.31
中科英华 (长春)	0.11	-66%	-0.05	-547%	0.31	0.01	0.31	-0.01
湖州上辐	1.52	62%	0.03	174%	1.42	0.02	0.94	0.01

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

公司整体费用控制良好, 财务费用逐季减少。2022 年 H1 公司期间费用合计 2.51 亿元, 同比减少 4.71%, 费用率为 12.21%, 同比减少 0.89pct。2022Q2 期间费用合计 1.25 亿元, 同比减少 12.92%, 环比减少 0.99%, 期间费用率为 13.25%, 同比增 0.44pct, 环比增 1.92pct; 销售费用 0.07 亿元, 销售费用率 0.78%, 同比减少 0.11pct, 环比增 0.19pct; 管理费用 0.33 亿元, 管理费用率 3.48%, 同比减少 0.55pct, 环比增 0.37pct; 财务费用 0.35 亿元, 财务费用率 3.7%, 同比减少 0.58pct, 环比减少 0.09pct; 研发费用 0.5 亿元, 研发费用率 5.29%, 同比增 1.68pct, 环比增 1.46pct, 主要由于开发新产品加大研发投入。公司 2022 年 H1 计提资产减值损失 0.02 亿元; 计提信用减值损失 0.06 亿元。

图 5: 公司季度费用情况

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

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

存货较年初显著增长, 经营活动现金流同比大增。2022 年 H1 公司存货为 7.96 亿元, 较年初增长 65.76%; 应收账款 18.52 亿元, 较年初增长 20.02%; 期末公司合同负

债 0.06 亿元，较年初增长 11.67%。2022 年 H1 公司经营活动净现金流净额为 2.41 亿元，同比上升 1308.86%；投资活动净现金流净额为-3.93 亿元，同比上升 26.57%；资本开支为 2 亿元，同比下降 2.9%；账面现金为 40.87 亿元，较年初增长 127.87%，短期借款 25.68 亿元，较年初增长 24.26%。

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 6.04/9.07/12.74 亿元（原预测 8.12/10.69/14.29 亿元），同比增长 49%/50%/40%，对应 PE 为 32/21/15 倍，给予 2023 年 30xPE，对应目标价 15.6 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动，电动车销量不及预期。

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
流动资产	4,359	4,153	5,771	7,587	营业总收入	4,446	5,170	7,212	9,507
货币资金及交易性金融资产	1,794	1,293	1,813	2,397	营业成本(含金融类)	3,346	3,930	5,461	7,158
经营性应收款项	1,989	2,232	3,109	4,096	税金及附加	30	34	48	63
存货	480	538	748	980	销售费用	37	41	56	72
合同资产	3	0	0	0	管理费用	178	176	238	304
其他流动资产	93	90	102	114	研发费用	157	171	231	295
非流动资产	4,346	5,550	6,690	7,721	财务费用	219	132	168	215
长期股权投资	666	671	676	681	加:其他收益	28	21	29	38
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	7	10
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	营业利润	443	666	1,010	1,411
其他非流动资产	659	659	659	659	营业外净收支	1	5	-2	5
资产总计	8,705	9,703	12,461	15,308	利润总额	443	671	1,008	1,416
流动负债	3,676	4,092	6,023	7,708	减:所得税	38	67	101	142
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,399	2,607	3,965	5,015	净利润	405	604	907	1,274
经营性应付款项	1,179	1,384	1,923	2,521	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	5	8	11	14	归属母公司净利润	405	604	907	1,274
其他流动负债	93	93	123	158	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.23	0.35	0.52	0.73
非流动负债	1,189	1,189	1,189	1,189	EBIT	698	818	1,178	1,615
长期借款	834	834	834	834	EBITDA	917	1,172	1,674	2,199
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.73	23.99	24.28	24.72
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	9.11	11.67	12.58	13.40
其他非流动负债	348	348	348	348	收入增长率(%)	106.32	16.30	39.49	31.82
负债合计	4,865	5,281	7,212	8,897	归母净利润增长率(%)	7,421.93	48.98	50.28	40.48
归属母公司股东权益	3,840	4,421	5,249	6,410					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,840	4,421	5,249	6,410					
负债和股东权益	8,705	9,703	12,461	15,308					

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	995	1,033	1,456	每股净资产(元)	2.75	3.16	3.76	4.59
投资活动现金流	-494	-1,547	-1,630	-1,600	最新发行在外股份(百万股)	1,744	1,744	1,744	1,744
筹资活动现金流	-843	51	1,107	718	ROIC(%)	9.65	9.85	11.83	13.03
现金净增加额	-296	-501	510	574	ROE-摊薄(%)	10.55	13.65	17.28	19.88
折旧和摊销	220	353	496	584	资产负债率(%)	55.89	54.43	57.88	58.12
资本开支	-561	-1,545	-1,632	-1,605	P/E(现价&最新股本摊薄)	47.14	31.64	21.05	14.99
营运资本变动	116	-135	-590	-663	P/B(现价)	3.98	3.46	2.92	2.39

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>

