

2020年04月15日

楚江新材 (002171.SZ)

Q1 原材料波动导致大幅计提减值

■事件：公司发布 2020 一季度业绩预告，归母净利润亏损 8000-10000 万元。

■一季度原材料价格波动导致大幅计提减值

公司一季度大幅亏损，主要因公司根据订单备产，但铜、锌原料价格 Q1 急剧下跌，以沪铜为例，其价格从 1 月初的 48000 元/吨一度降至 35000 元/吨，公司处于谨慎考虑，经资产减值测试后计提存货减值准备 7783.48 万元，预计或对后续季度影响较小。因此次新冠疫情，对公司下游客户产品交付造成一定影响，毛利率或有所下滑，但目前公司已全面复工，并采取多种措施保障经营活动有序展开，关注后续好转进程。

■铜加工行业龙头地位稳固，且有望受益于行业集中度提升

公司是铜加工行业龙头企业且产能扩充正有序推进，当前铜加工行业集中度较低，公司将积极推动行业间整合，目标实现 25-30% 市场份额，目前，铜板带行业盈利水平处于中低水平，目前净利率仅 3% 左右，伴随行业整合及市场份额提升，有望呈现量价齐升态势，公司盈利能力或将继续增厚。

■天鸟高新高性能纤维预制件保持高速发展，未来市场可期

天鸟高新是纤维预制件行业领军企业，在军机刹车盘预制件上占有绝对份额，且产品已应用于主流民机，是 C919 碳刹车预制件主要供应商。当前公司正加速推进新产能释放，为后续业绩持续增长打下坚实基础。

■顶立科技符合科创板分拆上市标准，关注后续进程

子公司顶立科技是我国新型热工装备的龙头企业，装备业务发展较为稳定，此外，石墨提纯及 3D 打印等新材料的产业化或将为公司带来一定业绩弹性。当前楚江新材已满足分拆上市新标准，关注后续进展。

■投资建议：公司是低估值军工新材料标的，作为铜基材料加工龙头，通过可转债募资等方式不断拓展铜板带和铜导体等业务提升市场份额，并依托在热加工装备和高性能纤维复材预制件的技术优势，考虑军品上量并进一步拓展热场材料、高铁碳刹车预制件等军民新材料业务，存在业绩弹性。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 4.62、5.50、7.04 亿元，对应估值分别为 18、19、15 倍，维持“买入-A”评级。

■风险提示：新材料业务拓展不及预期；传统主业整合低于预期；产

公司快报

证券研究报告

国防军工

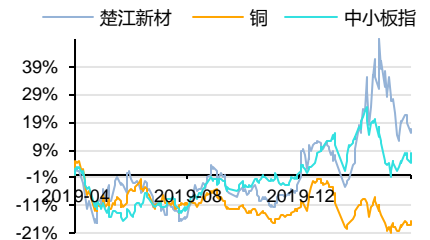
投资评级 **买入-A**
维持评级

股价 (2020-04-14) **7.74 元**

交易数据

总市值(百万元)	10,322.59
流通市值(百万元)	8,320.04
总股本(百万股)	1,333.67
流通股本(百万股)	1,074.94
12个月价格区间	5.49/9.88元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.12	9.2	9.03
绝对收益	-17.31	5.16	15.52

冯福章

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

张傲

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517120004
zhangao@essence.com.cn

相关报告

楚江新材：铜加工隐形冠军，军工布局长远/冯福章	2020-03-07
楚江新材：低估值的军工新材料标的/冯福章	2019-06-11

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	11,044.0	13,107.1	17,064.4	19,621.4	22,581.0
净利润	360.6	408.6	462.0	549.9	704.2
每股收益(元)	0.27	0.31	0.43	0.41	0.53
每股净资产(元)	2.57	3.35	4.37	5.02	5.39

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	28.6	25.3	17.9	18.8	14.7
市净率(倍)	3.0	2.3	1.8	1.5	1.4
净利润率	3.3%	3.1%	2.7%	2.8%	3.1%
净资产收益率	10.5%	9.1%	9.9%	8.2%	9.8%
股息收益率	1.0%	0.0%	1.7%	1.6%	2.0%
ROIC	14.7%	11.7%	10.3%	10.5%	11.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,044.0	13,107.1	17,064.4	19,621.4	22,581.0	成长性					
减:营业成本	10,393.7	12,064.0	15,822.0	18,253.8	20,955.6	营业收入增长率	39.5%	18.7%	30.2%	15.0%	15.1%
营业税费	63.1	68.6	93.9	111.8	135.5	营业利润增长率	121.9%	7.6%	14.2%	18.8%	28.6%
销售费用	124.5	138.7	238.9	215.8	271.0	净利润增长率	92.4%	13.3%	13.1%	19.0%	28.1%
管理费用	165.5	164.3	315.7	392.4	440.3	EBITDA 增长率	18.4%	121.4%	3.7%	-0.5%	19.6%
财务费用	-19.3	9.9	27.9	0.3	-48.9	EBIT 增长率	24.5%	145.3%	-15.6%	13.0%	20.8%
资产减值损失	11.4	23.6	16.6	17.2	19.1	NOPLAT 增长率	89.3%	18.9%	17.8%	13.0%	20.8%
加:公允价值变动收益	-2.7	4.0	-15.7	3.7	2.8	投资资本增长率	49.3%	34.7%	10.1%	13.5%	-1.7%
投资和汇兑收益	-11.4	14.7	0.9	1.4	5.7	净资产增长率	8.0%	31.1%	4.3%	43.2%	7.3%
营业利润	435.1	468.3	534.6	635.1	816.7	利润率					
加:营业外净收支	1.5	10.6	6.0	8.3	7.2	毛利率	5.9%	8.0%	7.3%	7.0%	7.2%
利润总额	436.6	478.9	540.6	643.4	823.9	营业利润率	3.9%	3.6%	3.1%	3.2%	3.6%
减:所得税	75.9	69.9	78.4	93.3	119.5	净利润率	3.3%	3.1%	2.7%	2.8%	3.1%
净利润	360.6	408.6	462.0	549.9	704.2	EBITDA/营业收入	3.0%	5.6%	4.5%	3.9%	4.0%
						EBIT/营业收入	2.5%	5.1%	3.3%	3.2%	3.4%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	20	19	18	20	19
						流动营业资本周转天数	56	63	49	48	47
货币资金	692.3	808.4	1,052.9	1,210.6	1,393.2	流动资产周转天数	107	101	85	84	83
交易性金融资产	14.2	34.6	18.9	22.6	25.3	应收帐款周转天数	18	20	19	20	19
应收帐款	597.2	873.5	927.7	1,197.9	1,185.6	存货周转天数	27	27	22	22	23
应收票据	155.9	223.9	221.7	290.7	298.9	总资产周转天数	148	156	148	144	135
预付帐款	168.2	241.1	198.4	298.5	272.0	投资资本周转天数	95	112	104	101	93
存货	919.1	1,063.8	1,045.8	1,388.0	1,522.5	投资回报率					
其他流动资产	890.5	654.0	654.0	654.0	654.0	ROE	10.5%	9.1%	9.9%	8.2%	9.8%
可供出售金融资产	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	ROA	7.6%	6.2%	6.3%	6.6%	8.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	14.7%	11.7%	10.3%	10.5%	11.2%
长期股权投资	12.0	77.6	284.1	284.1	284.1	费用率					
投资性房地产	2.9	4.9	4.9	4.9	4.9	销售费用率	1.1%	1.1%	1.4%	1.1%	1.2%
固定资产	644.3	750.0	1,002.7	1,180.0	1,246.1	管理费用率	1.5%	1.3%	1.9%	2.0%	2.0%
在建工程	26.5	196.1	278.4	191.4	-	财务费用率	-0.2%	0.1%	0.2%	0.0%	-0.2%
无形资产	228.0	320.0	288.1	277.5	267.0	三费/营业收入	2.5%	2.4%	3.4%	3.1%	2.9%
其他非流动资产	373.2	1,369.7	1,372.9	1,372.7	1,372.6	偿债能力					
资产总额	4,734.4	6,627.6	7,360.5	8,383.1	8,536.4	资产负债率	27.5%	32.1%	36.2%	19.7%	15.4%
短期债务	790.0	1,280.4	1,682.3	202.3	211.2	负债权益比	37.9%	47.2%	56.7%	24.6%	18.2%
应付帐款	252.0	461.3	479.2	626.2	677.8	流动比率	2.77	1.94	1.69	4.48	4.44
应付票据	-	14.1	6.1	17.3	9.5	速动比率	2.03	1.41	1.26	3.25	3.18
其他流动负债	200.7	258.9	277.0	283.8	305.7	利息保障倍数	-14.11	67.40	20.15	2,116.81	-15.71
长期借款	-	-	107.3	414.6	-	分红指标					
其他非流动负债	57.8	109.7	110.0	110.0	110.0	DPS(元)	0.08	-	0.13	0.12	0.16
负债总额	1,300.5	2,124.5	2,661.8	1,654.1	1,314.2	分红比率	29.6%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
少数股东权益	-	31.3	31.5	31.7	32.0	股息收益率	1.0%	0.0%	1.7%	1.6%	2.0%
股本	1,069.2	1,197.3	1,069.2	1,333.7	1,333.7						
留存收益	2,364.8	3,274.5	3,597.9	5,363.6	5,856.5						
股东权益	3,434.0	4,503.1	4,698.7	6,729.0	7,222.2						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	360.6	408.9	462.0	549.9	704.2	EPS(元)	0.27	0.31	0.43	0.41	0.53
加:折旧和摊销	59.0	65.8	196.9	120.2	135.8	BVPS(元)	2.57	3.35	4.37	5.02	5.39
资产减值准备	11.4	17.7	-	-	-	PE(X)	28.6	25.3	17.9	18.8	14.7
公允价值变动损失	2.7	-4.0	-15.7	3.7	2.8	PB(X)	3.0	2.3	1.8	1.5	1.4
财务费用	-7.7	-2.2	27.9	0.3	-48.9	P/FCF	-13.8	-33.5	16.6	-7.8	26.1
投资损失	11.4	-14.7	-0.9	-1.4	-5.7	P/S	0.9	0.8	0.5	0.5	0.5
少数股东损益	-	0.3	0.2	0.2	0.3	EV/EBITDA	23.5	7.9	11.5	12.5	9.8
营运资金的变动	-975.9	-185.3	33.7	-616.4	-37.9	CAGR(%)	15.1%	19.9%	34.4%	15.1%	19.9%
经营活动产生现金流量	123.6	179.2	704.2	56.5	750.6	PEG	1.9	1.3	0.5	1.2	0.7
投资活动产生现金流量	-894.2	-266.1	-674.3	-206.0	0.1	ROIC/WACC	1.5	1.2	1.1	1.1	1.2
融资活动产生现金流量	-88.5	173.3	214.6	307.3	-568.1	REP	1.5	1.0	1.6	1.5	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

冯福章、张傲声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn	
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn	
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn	
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn	
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn	
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn	
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn	
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn	
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn	
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn	
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn	
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn	
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn	
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn	
	深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
黎欢		深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn	
聂欣		深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn	
巢莫雯		深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn	
杨萍		深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn	
黄秋琪		深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034