

2020年06月02日

楚江新材 (002171.SZ)

## 可转债募投项目积极扩充主业铜加工产能，军工业务成长空间充足

■事件：公司发布可转债发行公告，转股价格为8.73元/股，转股时间为2020年12月10日至2026年6月3日，募集资金18.3亿元，将投资于“年产5万吨高精铜合金带箔材”、“年产6万吨高精密度铜合金压延带材改扩建(二、三期)”、“年产30万吨绿色之能制造高精高导铜基材料”及“年产2万吨高精密铜合金线材”项目及补充流动资金。

### ■铜基加工龙头，产能扩充有序推进，有望受益于行业集中度提升

公司是铜加工行业龙头，根据年报，2019年铜板带产量19.62万吨，占国内市场份额10.49%，且预计2020年达到23万吨左右，实现全球第一。公司产能扩充正有序推进，此次募投项目将新增：

- 1) 铜板带年产8万吨(芜湖5万吨、清远3万吨)，预计2021年达产，产能扩充的同时将保持公司市场占有率领先地位，并加速实现铜板带产品高档化转换，扩展新业绩增长点，提升公司盈利水平；
- 2) 铜基材料年产30万吨(铜杆26万吨、细线4万吨)，预计2022年底建设完毕，有望实现铜导体产业链纵向延伸，提高产品附加值，构建铜导体领域优势位置。考虑鑫海高导现有铜导体材料年产能超10万吨，及公司正在建设的12万吨铜导体项目，将为公司铜导体产业链布局形成有力支撑；
- 3) 铜合金线材年产2万吨，预计2021年底建设完毕，将通过设备换代及工艺提升实现生产效率提高及成本降低，发挥规模优势。

行业进一步整合空间较大，看好公司在行业整合及产能升级后可能带来的量价起升趋势。根据中国有色金属加工协会数据，截至2019年底，我国铜板带制造企业近百家，产量共计187万吨，前8家企业产量约占全国总产量的38.8%，集中度较低，行业进一步整合空间较大。根据年报，公司将积极推动行业整合，目标为实现25%-30%市场份额，目前铜板带行业盈利水平处中低水平，净利率仅3%左右，预计伴随行业集中度提升有望呈现量价齐升态势，公司毛利提升的同时，盈利能力有望继续增厚。

### ■天鸟高新高性能纤维预制件保持快速发展，未来市场可期

公司是纤维预制件领军企业，为国内唯一产业化生产飞机碳刹车预制件企业，市场占有率行业领先，且其异性预制件产品应用在天线罩、尾喷管、喉衬等，将直接受益于导弹、火箭等武器型号批产列装。根据年报，公司是在军机刹车盘预制件上占有绝对份额，并已应用在主流民

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(2020-06-01) **8.70元**

#### 交易数据

总市值(百万元)	11,602.91
流通市值(百万元)	9,351.98
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	5.54/9.88元

#### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.04	12.82	1.36
绝对收益	4.25	12.65	33.68

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: 2019年净利润同比增长12.83%，2020Q1因原材料波动大幅计提减值有所亏损/冯福章 2020-04-24
- 楚江新材: 楚江新材: Q1原材料波动导致大幅计提减值/冯福章 2020-04-15
- 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

机，且是 C919 碳刹车预制件唯一供应商。天鸟目前主要是产能问题，公司已完成其配套融资募集、引入国家军民融合基金战略投入，募集资金将用于《飞机碳刹车预制体扩能建设项目》、《碳纤维热场预制体产业化项目》等，预计 2020 年将释放部分新产能并将于 2021 年建成投产，预计投产后天鸟产能有望得到进一步扩充，为持续高增长奠定良好基础。2019 年天鸟高新收入（3.09 亿元，+34.19%），净利润（1.12 亿元，+79.98%），净利率同比提升 9.22pct，其中异形预制件销售同比提升 42%，碳纤维复合材料实现收入 2.88 亿元，超额完成其 2019 年业绩承诺 8000 万元。考虑到军品异形预制件受益于导弹、火箭等型号批产上量、碳刹车向民用飞机和汽车高铁应用、及光伏热场预制体的批量化，预计公司 2020 年 10000 万元业绩承诺完成无忧。

### ■顶立科技已符合科创板分拆上市标准，持续关注后续进展

根据可转债报告书，公司为我国航空航天及军工领域特种大型热工装备的核心研制单位，是国内唯一具有碳及碳化硅复合材料热工装备、高端真空热处理系列装备、粉末冶金系列热工装备三大系列高端热工装备企业，在国内热工装备行业处于龙头地位。在碳纤维热工装备领域，其是我国 30m<sup>3</sup>以上超大型尺寸碳纤维复合材料热工装备的唯一供应商，技术优势明显。2019 年顶立科技实现收入（1.97 亿元，+5.67%），净利润（6633 万元，+4.62%），净利率同比提升 1.49pct，且 2019 年已完成厂区搬迁，并完成国内首台可旋转式 Si 化学气相沉积炉出口。伴随我国运载火箭、航天飞行器及 C919 等项目的实施，有望为高端热工装备及下游新材料行业提供新市场需求，根据可转债报告，至 2020 年高性能复材热工装备潜在市场将达到 103 亿元。此外，当前楚江新材已满足子公司分拆上市新标准，持续关注后续进展。

■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。预计公司 2020-2022 年净利润分别为 5.51、6.46、7.53 亿元，对应估值分别为 21、18、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；产能扩张不及预期

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	13,107.1	17,048.0	19,811.9	22,235.2	25,050.3
净利润	408.6	461.0	550.9	646.0	752.6
每股收益(元)	0.31	0.35	0.41	0.48	0.56
每股净资产(元)	3.35	4.11	4.57	4.91	5.30

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	28.4	25.2	21.1	18.0	15.4

市净率(倍)	2.6	2.1	1.9	1.8	1.6
净利润率	3.1%	2.7%	2.8%	2.9%	3.0%
净资产收益率	9.1%	8.4%	9.0%	9.9%	10.6%
股息收益率	0.0%	1.1%	1.4%	1.7%	1.9%
ROIC	11.7%	11.3%	10.5%	11.5%	11.1%

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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,107.1	17,048.0	19,811.9	22,235.2	25,050.3	成长性					
减:营业成本	12,064.0	15,736.5	18,444.8	20,661.9	23,257.2	营业收入增长率	18.7%	30.1%	16.2%	12.2%	12.7%
营业税费	68.6	68.5	109.0	122.3	137.8	营业利润增长率	7.6%	17.7%	16.4%	17.9%	16.2%
销售费用	138.7	172.6	237.7	266.8	300.6	净利润增长率	13.3%	12.8%	19.5%	17.3%	16.5%
管理费用	164.3	232.0	319.0	355.8	420.8	EBITDA 增长率	121.4%	31.7%	-0.2%	7.4%	13.1%
财务费用	9.9	53.8	60.9	79.2	66.3	EBIT 增长率	145.3%	29.3%	-18.5%	19.0%	13.2%
资产减值损失	23.6	0.0	11.7	11.8	7.8	NOPLAT 增长率	18.9%	29.9%	13.2%	19.0%	13.2%
加:公允价值变动收益	4.0	-1.0	3.4	3.0	3.0	投资资本增长率	34.7%	22.1%	9.0%	16.4%	-8.5%
投资和汇兑收益	14.7	24.7	9.4	16.3	16.8	净资产增长率	31.1%	24.3%	11.0%	7.3%	7.9%
营业利润	468.3	551.4	641.7	756.7	879.5	利润率					
加:营业外净收支	10.6	-4.6	3.0	-0.8	1.1	毛利率	8.0%	7.7%	6.9%	7.1%	7.2%
利润总额	478.9	546.8	644.6	755.9	880.6	营业利润率	3.6%	3.2%	3.2%	3.4%	3.5%
减:所得税	69.9	67.6	93.5	109.6	127.7	净利润率	3.1%	2.7%	2.8%	2.9%	3.0%
净利润	408.6	461.0	550.9	646.0	752.6	EBITDA/营业收入	5.6%	5.7%	4.9%	4.6%	4.7%
						EBIT/营业收入	5.1%	5.1%	3.5%	3.8%	3.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	19	19	25	28	28
						流动资产周转天数	63	49	43	47	46
						流动资产周转天数	101	92	88	89	87
						应收账款周转天数	20	23	19	20	19
						存货周转天数	27	25	22	22	23
						总资产周转天数	156	159	160	157	146
						投资资本周转天数	112	110	109	109	100
						投资回报率					
						ROE	9.1%	8.4%	9.0%	9.9%	10.6%
						ROA	6.2%	5.7%	6.0%	6.3%	7.5%
						ROIC	11.7%	11.3%	10.5%	11.5%	11.1%
						费用率					
						销售费用率	1.1%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%
						管理费用率	1.3%	1.4%	1.6%	1.6%	1.7%
						财务费用率	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
						三费/营业收入	2.4%	2.7%	3.1%	3.2%	3.1%
						偿债能力					
						资产负债率	32.1%	33.8%	31.8%	35.3%	28.4%
						负债权益比	47.2%	51.2%	46.7%	54.6%	39.6%
						流动比率	1.94	1.76	1.80	2.01	2.20
						速动比率	1.41	1.29	1.36	1.49	1.59
						利息保障倍数	67.40	16.02	11.54	10.56	14.26
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.10	0.12	0.15	0.17
						分红比率	0.0%	28.0%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.0%	1.1%	1.4%	1.7%	1.9%

## 资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	808.4	948.7	1,102.5	1,237.4	1,394.0
交易性金融资产	34.6	486.6	490.0	493.0	496.0
应收账款	873.5	1,287.9	803.3	1,605.5	1,038.7
应收票据	223.9	237.2	280.1	300.5	353.6
预付账款	241.1	165.0	347.3	215.2	418.0
存货	1,063.8	1,261.6	1,197.7	1,557.3	1,672.9
其他流动资产	654.0	381.3	654.5	654.7	654.9
可供出售金融资产	10.1	-	6.7	5.6	4.1
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	77.6	9.5	216.0	216.0	216.0
投资性房地产	4.9	7.2	7.2	7.2	7.2
固定资产	750.0	1,078.3	1,627.5	1,878.6	1,962.4
在建工程	196.1	772.8	509.1	283.6	-
无形资产	320.0	463.0	417.9	394.3	370.6
其他非流动资产	1,369.7	1,362.3	1,453.7	1,453.3	1,452.9
资产总额	6,627.6	8,461.5	9,113.5	10,302.1	10,041.5
短期债务	1,280.4	1,720.3	1,794.5	2,068.6	1,597.0
应付账款	461.3	488.9	607.5	643.7	803.4
应付票据	14.1	262.1	11.8	14.6	15.1
其他流动负债	258.9	240.5	297.8	288.3	325.2
长期借款	-	-	78.2	511.7	-
其他非流动负债	109.7	151.9	110.0	110.0	110.0
负债总额	2,124.5	2,863.8	2,899.8	3,637.0	2,850.8
少数股东权益	31.3	120.8	121.0	121.3	121.6
股本	1,197.3	1,333.7	1,333.7	1,333.7	1,333.7
留存收益	3,274.5	4,366.6	4,759.0	5,210.1	5,735.5
股东权益	4,503.1	5,597.7	6,213.7	6,665.1	7,190.7

## 现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	408.9	479.2	550.9	646.0	752.6
加:折旧和摊销	65.8	102.5	259.8	198.0	223.5
资产减值准备	17.7	-3.7	-	-	-
公允价值变动损失	-4.0	1.0	3.4	3.0	3.0
财务费用	-2.2	53.0	60.9	79.2	66.3
投资损失	-14.7	-24.7	-9.4	-16.3	-16.8
少数股东损益	0.3	18.2	0.2	0.3	0.3
营运资金的变动	-185.3	-26.0	-158.7	-1,020.1	392.5
经营活动产生现金流量	179.2	212.3	707.3	-109.9	1,421.5
投资活动产生现金流量	-266.1	-884.9	-709.8	-188.8	12.1
融资活动产生现金流量	173.3	739.0	156.4	433.5	-1,276.9

## 业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	0.31	0.35	0.41	0.48	0.56
BVPS(元)	3.35	4.11	4.57	4.91	5.30
PE(X)	28.4	25.2	21.1	18.0	15.4
PB(X)	2.6	2.1	1.9	1.8	1.6
P/FCF	-37.6	-85.2	61.2	35.0	30.1
P/S	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.9	10.5	12.2	11.9	9.6
CAGR(%)	16.5%	16.3%	15.2%	16.5%	16.3%
PEG	1.7	1.5	1.4	1.1	0.9
ROIC/WACC	1.2	1.2	1.1	1.2	1.1
REP	1.0	1.5	1.7	1.4	1.5

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	qinzh1@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
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	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
范洪群		深圳基金组销售副总监	18926033448	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	0755-82544825	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