

2020年06月23日

楚江新材 (002171.SZ)

铜加工龙头地位稳固，军工新材料业务成长可期

■铜加工龙头企业，业绩稳健增长，有望受益于行业集中度提升

公司深耕铜加工领域多年，已基本占据国内市场主导地位，2019年公司实现铜板带产量19.62万吨，稳居国内第一，市占率达10.49%，根据公司计划，2020年铜板带产量将达23万吨，实现全球第一，且伴随公司可转债募投项目有序推进，产能仍将保持稳定增长，预计市占率亦将逐步提升，公司目标是实现25%-30%市场份额。当前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%，行业集中度较低，进一步整合空间较大，而公司作为龙头企业将主动推动行业整合，行业集中趋势或将愈加明显，考虑到目前铜板带行业盈利水平仍处于中低水平，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高速发展，未来市场可期

子公司天鸟高新作为我国纤维预制件领域领军企业，2019年实现收入(3.09亿元，+34.19%)，净利润(1.12亿元，+79.98%)，受益于导弹、火箭等型号批产上量、军民机碳刹车盘存量换装及新机型号放量、光伏热场预制件的批量化，业绩增长确定性高，预计未来三年有望保持至少30%增速：1) **异形预制件领域**，公司产品广泛应用于火箭发动机喉衬、喷管及超声速飞行器头锥、机翼前缘等处，且在该领域无直接竞争对手，有望受益于商业航天发展及实战化训练背景下火箭、导弹等型号的批产，未来放量可期；2) **碳刹车预制件领域**，公司是国内唯一产业化生产飞机碳刹车预制件企业，已批量配套于我国所有主流军机及民用客机型号，市占率行业领先，在碳刹车取代粉末冶金的大背景下，我国军民机数量增长将进一步打开碳刹车预制件市场空间，同时，考虑到预制件的耗材属性，现有存量换装+机队数量增长有望确保公司业绩稳步提升；3) **热场预制件领域**，公司是国内主要热场预制件供应商，其产品是直拉单晶硅炉、多晶硅氢化炉及多晶硅铸锭炉中重要耗材，而单晶硅、多晶硅是太阳能光伏及半导体行业关键原材料，需求量呈现不断上涨趋势，因此碳纤维热场材料无论在存量消耗还是新增消耗两方面均具有较大市场空间。

■顶立科技：热工装备龙头，关注后续分拆上市进程

子公司顶立科技是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，其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30m³以上超大型尺寸碳纤维复合材料热工装备的唯一供应商，

公司深度分析

证券研究报告

国防军工

投资评级 **买入-A**
维持评级

股价 (2020-06-23) **8.86 元**

交易数据

总市值(百万元)	11,816.30
流通市值(百万元)	10,651.76
总股本(百万股)	1,333.67
流通股本(百万股)	1,202.23
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	4.09	-17.15	2.0
绝对收益	16.02	-0.09	38.55

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: 可转债募投项目积极扩充主业铜加工产能, 军工业业务成长空间充足/冯福章	2020-06-02
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: 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

技术优势明显。2019 年公司实现收入(1.97 亿元,+5.67%),净利润(6633 万元,+4.62%) 当前公司收入主要来源仍是装备业务,预计伴随我国运载火箭、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,建议持续关注石墨提纯、3D 打印等新材料产业化带来的业绩弹性。当前,顶立科技已满足子公司科创板分拆上市新标准,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 22、18、16 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)	29.0	25.7	21.5	18.3	15.7
市净率(倍)	2.6	2.2	1.9	1.8	1.7
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%	1.6%	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

内容目录

1. 铜加工龙头，业绩稳健增长，有望受益于行业集中度提升	5
1.1. 铜加工业务产能扩充有序推进，行业龙头地位稳固.....	7
1.2. 行业进一步整合空间较大，龙头企业有望受益于量价齐升趋势.....	9
2. 天鸟高新：高性能纤维预制件保持高速发展，未来市场可期	10
2.1. 异形预制件市场占据主导，受益导弹及火箭等型号批产上量，业绩确定性强.....	13
2.2. 受益增量飞机上量及存量换装需求，碳刹车盘预制件有望保持稳定增长.....	14
2.3. 光伏及半导体行业快速成长，热场预制件有望打开更多民品市场空间.....	16
3. 顶立科技：热工装备龙头，关注后续分拆上市进程	17
3.1. 装备业务为主要收入来源，关注石墨提纯及3D打印等新材料产业化带来业绩弹性.....	17
3.2. 顶立科技满足科创板分拆上市标准，持续关注后续进展.....	18
4. 投资建议及盈利预测	19
4.1. 铜加工龙头，业绩稳健增长，有望受益于行业集中度提升.....	19
4.2. 天鸟高新：高性能纤维预制件保持高速发展，未来市场可期.....	19
4.3. 顶立科技：热工装备龙头，关注后续分拆上市进程.....	20
4.4. 盈利预测.....	20
5. 风险提示	20
5.1. 新材料业务拓展不及预期.....	20
5.2. 传统主业整合低于预期.....	21
5.3. 产能扩张不及预期.....	21

图表目录

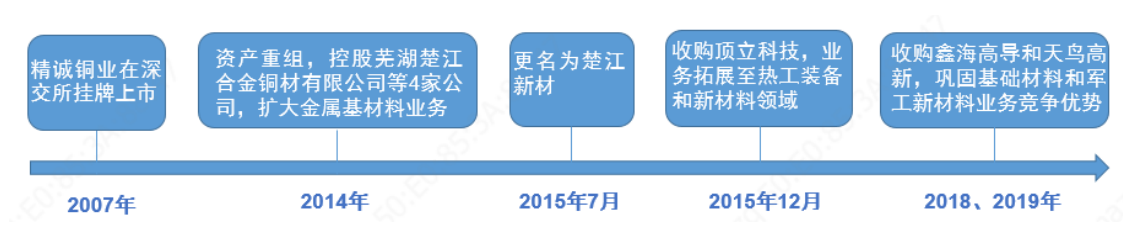
图 1：公司历史沿革.....	5
图 2：楚江新材股权结构示意图.....	5
图 3：公司 2015-2020Q1 总营收及传统材料营收及增速（亿元）.....	6
图 4：公司 2015-2019 归母净利润及增速（亿元）.....	6
图 5：公司 2015-2019 新材料业务净利润及扣非净利润（亿元）.....	6
图 6：公司单季度营业收入及增速（亿元）.....	7
图 7：公司单季度归母净利润及增速（亿元）.....	7
图 8：2015-2020Q1 公司毛利率、净利率变化情况.....	7
图 9：2015-2020Q1 公司三费变化情况.....	7
图 10：2016-2019 铜板带产量及市占率情况（万吨）.....	8
图 11：2016-2019 铜加工业务毛利率.....	8
图 12：我国铜板带市场主要企业份额.....	10
图 13：2016-2019 天鸟高新营收增长情况（亿元）.....	12
图 14：2016-2019 天鸟高新净利润增长情况（万元）.....	12
图 15：2016-2019 天鸟高新净利率提升情况.....	12
图 16：火箭发动机喉衬、喷管结构.....	13
图 17：高超声速飞行器头锥、机翼前缘.....	13
图 18：异形预制件在航空航天领域的应用.....	13
图 19：碳刹车预制件用途的应用场景.....	14
图 20：2013-2018 我国民航运输飞机数量及使用碳刹车情况（单位：架）.....	15

图 21: 碳纤维热场材料预制体应用示意图.....	16
图 22: 顶立科技真空碳化炉.....	17
图 23: 顶立科技真空高温石墨化炉 (碳化硅)	17
图 24: 2015-2019 年顶立科技营收及增速.....	18
图 25: 2015-2019 年顶立科技净利润及增速.....	18
表 1: 楚江新材主要产品收入及毛利率情况 (2019 年数据, 单位: 亿元)	5
表 2: 公司铜基础材料产量及 2020 年计划产量	8
表 3: 公司铜基础材料产能情况 (含产能扩充)	8
表 4: 鑫海高导业绩承诺及完成情况.....	8
表 5: 公司可转债募集资金用途 (单位: 万元)	9
表 6: 铜基材料单吨价格及单吨毛利情况 (元/吨)	10
表 7: 天鸟高新被收购前营收构成 (单位: 万元)	11
表 8: 天鸟高新业绩承诺及完成情况 (单位: 万元)	12
表 9: 天鸟高新配套资金产能扩充情况.....	12
表 10: 2013-2017 我国使用碳刹车盘的民用运输飞机数量.....	15
表 11: 碳刹车盘需求量 (含测算)	15
表 12: 我国存量直拉单晶硅炉热场预制件需求量测算.....	16
表 13: 顶立科技业绩承诺及完成情况 (单位: 万元)	18
表 14: 《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》	19
表 15: 科创板上市标准及顶立科技完成情况.....	19

1. 铜加工龙头，业绩稳健增长，有望受益于行业集中度提升

公司原名为精诚铜业，2007年于深交所上市。根据公告，公司2014年完成重大资产重组，实现对芜湖楚江合金铜材等4家公司的控股，将主营业务范围由原以铜合金板带为主，扩大到涵盖铜合金板带、精密铜合金线材、铜导体材料等金属基材料行业，并于2015年7月更换公司名称为“楚江新材”。同年12月，公司成功收购顶立科技，将业务进一步延伸至高端热工设备及新材料研发领域。2018和2019年，公司完成对天鸟高新、鑫海高导的收购，使公司在先进基础材料和军工新材料业务领域的竞争力进一步得到增强。

图 1：公司历史沿革



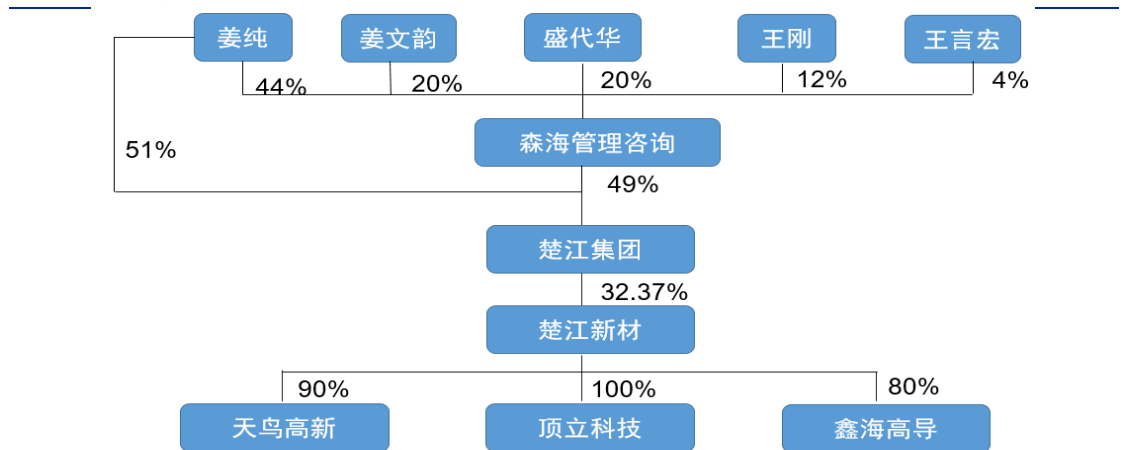
资料来源：公司公告，年报，安信证券研究中心

表 1：楚江新材主要产品收入及毛利率情况（2019 年数据，单位：亿元）

主要产品	营业收入	占总营收比例	产品毛利率
高精度铜合金板带	68.3	40.07%	8.95%
精密铜合金线材	14.13	8.29%	6.16%
铜导体材料	75.51	44.29%	4.01%
特种钢材	7.52	4.41%	9.50%
装备制造及新材料	1.65	0.97%	55.79%
碳纤维复合材料	2.87	1.69%	48.09%

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 2：楚江新材股权结构示意图

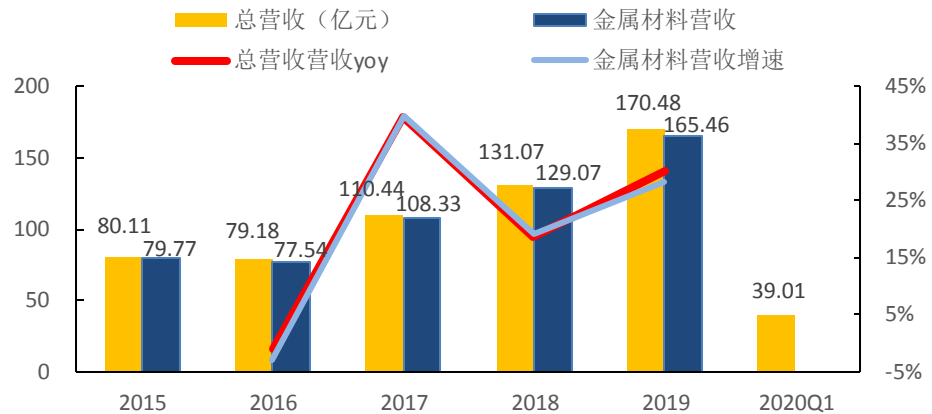


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

传统金属材料业务收入占比较大，整体营收规模迅速增长。公司的传统业务为铜合金板带、铜合金线材、铜导体材料以及特种钢材等金属材料加工业务，2019年其占总营收的96%，因此该业务的营收增长情况基本决定了公司整体营收的增长趋势。2015-2019年，

公司不断提升金属材料产品竞争力，并扩大市场占有率，实现复合增长 20.01%，同时带动公司整体营收从 2015 年的 80.11 亿增长至 2019 年的 170.48 亿，对应复合增速为 20.78%。

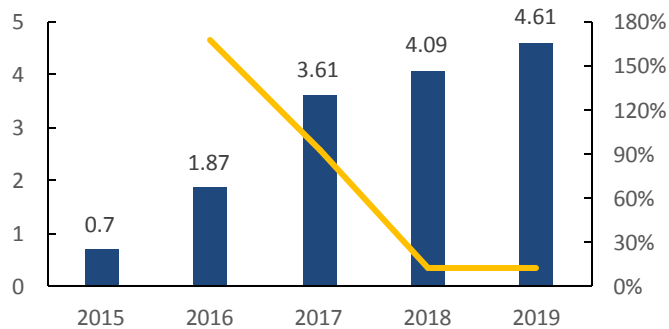
图 3：公司 2015-2020Q1 总营收及传统材料营收及增速（亿元）



资料来源：公司历年年报，安信证券研究中心

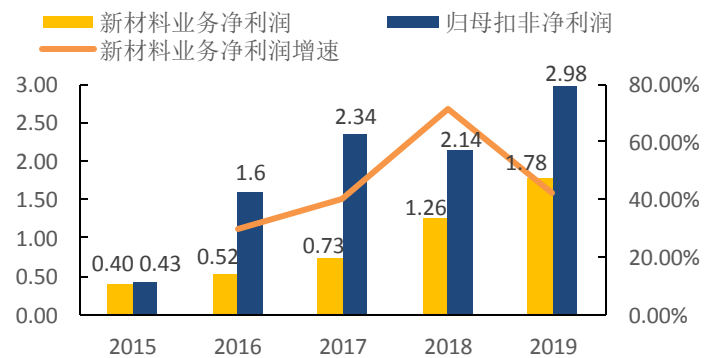
归母净利润稳步增长，军工新材料业务贡献利润弹性。2015-2019 年，公司净利润从 0.7 亿增长至 4.61 亿，主要原因为 1) 传统主业金属材料业务规模稳定增长；2) 公司在 2015 及 2018 年分别收购了顶立科技和天鸟高新，布局军工新材料业务并实现快速发展，2015-2019 年军工新材料业务净利润从 0.4 亿元增长至 1.78 亿元，实现复合增速 44.97%。同时，军工新材料业务的高毛利率属性使得其对公司归母扣非净利润的贡献比例稳步提升，2019 年军工新材料业务以不到 3% 的营收贡献了公司 59.84% 的扣非净利润。我们认为，公司新材料业务的快速成长有望成为公司利润增长新支撑。

图 4：公司 2015-2019 归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：公司 2015-2019 新材料业务净利润及扣非净利润（亿元）

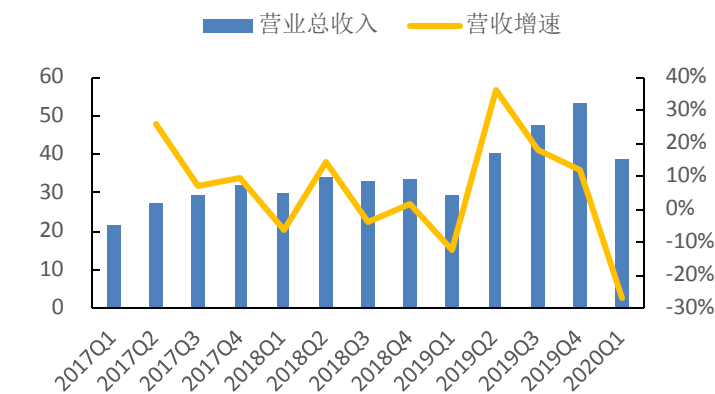


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2020Q1 因原材料价格波动导致亏损，关注后续好转进程。公司 2020Q1 实现收入 (39.01 亿元，+32.26%)，归母净利润 (-0.94 亿元，-230.90%)，收入同比增长主要因公司“年产 4 万吨紫铜带项目”投产且公司完成鑫海高导并表后收入较 2019Q1 大幅提升，Q1 出现亏损主要因公司按订单备产，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，目前已回到 46920 元附近，公司出于谨慎考虑，经减值测试后公司计提存货准备 7783.48 万元所致。毛利率方面，公司 2020Q1 毛利率同比下滑 2.56pct，环比下滑 2.89pct 至 4.59%，主要因疫情对下游客户产品交付造成一定影响，但目前公司已全面复工，并采取多种措施保障经营活动，关注后续好转

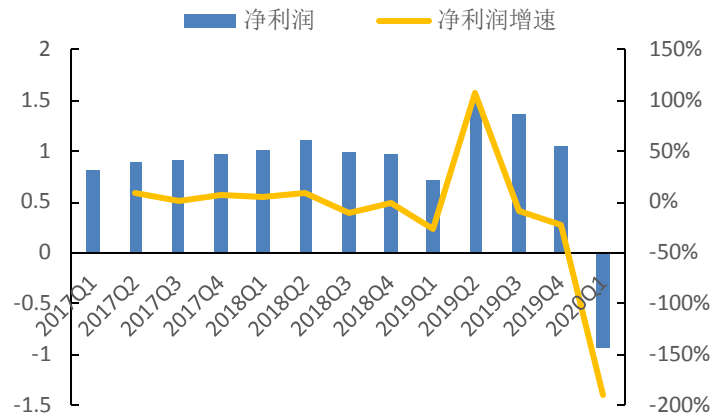
进程。根据一季报预计，Q2 伴随市场需求逐步回暖，金属基础材料及军品业务盈利空间扩大且公司铜板带产品升级、产能置换及智能化改造项目建成投产后，产销规模持续增长，2020 年 1-6 月预计归母净将达到 1-1.5 亿元，2020 年全年经营目标实现收入 219.5 亿元，利润总额 7.45 亿元，归母净利润 6.03 亿元。

图 6：公司单季度营业收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

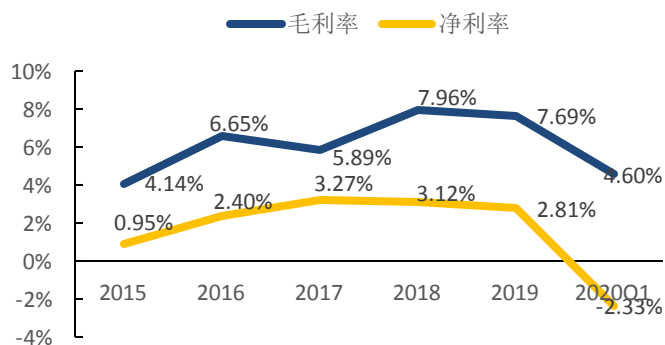
图 7：公司单季度归母净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

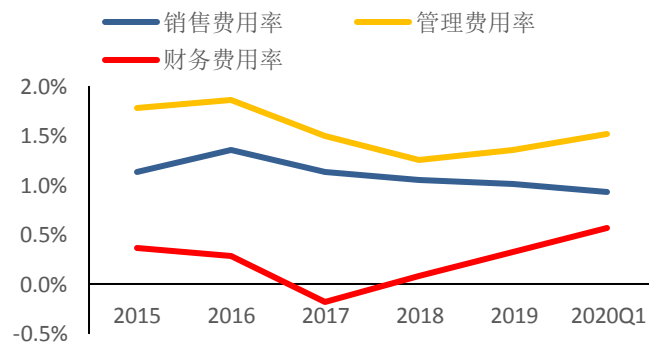
毛利率、净利率稳中有升，成本、期间费用控制得当。公司毛利率由 2015 年的 4.14% 提升 3.55pct 至 2019 年的 7.69%，净利率由 2015 年的 0.95% 提升 1.86pct 至 2019 年的 2.81%，盈利能力呈现稳步提升趋势，主要源于 1) 成本端，公司回收铜利用比例属同行业最高，根据投资者关系记录，公司回收铜价格长期低于精铜 1000-2000 元每吨，而铜板带加工费仅 4000 元左右，因为回收铜利用比例提升可大幅提升盈利能力；2) 费用端，虽然新公司并表及员工持股计划带来费用率小幅增加，但公司整体三费占营业收入的比重整体保持稳定；3) 收入端，过加大研发力度，并不断提高高质量性价比和高端产品的比重，优化产品结构。

图 8：2015-2020Q1 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 9：2015-2020Q1 公司三费变化情况



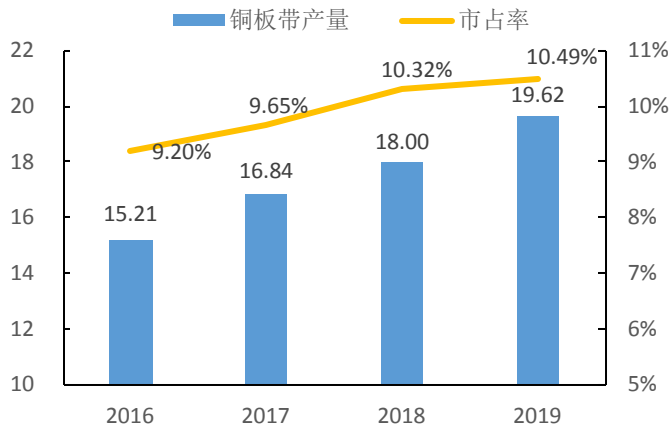
资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.1. 铜加工业务产能扩充有序推进，行业龙头地位稳固

铜加工行业龙头，产能扩张有望带动市占率、毛利率同步提升。公司深耕铜加工领域多年，根据年报，2019 年实现铜板带产量 19.62 万吨，稳居国内第一，占国内市场份额 10.49%，目标是实现 25-30% 份额，根据公司产品计划，2020 年铜板带产量将达到 23 万吨左右（广东清远 3.5 万吨+安徽芜湖 4 万吨产能逐步释放），实现全球第一，预计伴随公

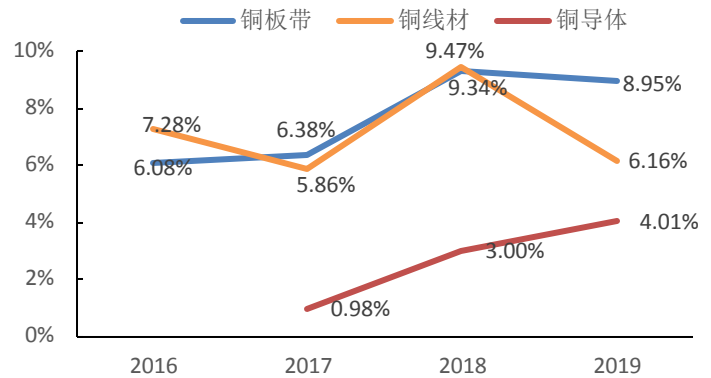
司产能不断提升,市占率或将持续走高,且考虑到行业集中度不断提升及公司产品升级、成本管控加强等因素,铜加工业务毛利率有望保持上行趋势。

图 10: 2016-2019 铜板带产量及市占率情况 (万吨)



资料来源: 公司历年年报, 安信证券研究中心

图 11: 2016-2019 铜加工业务毛利率



资料来源: 公司历年年报, 安信证券研究中心

表 2: 公司铜基础材料产量及 2020 年计划产量

	2017	2018	2019	2020 计划产量
铜板带 (万吨)	16.84	18.21	19.62	23.58
铜导体 (万吨)	7.78	9.90	17.77	25.66
铜合金线材 (万吨)	3.58	3.86	4.31	-
合计	28.2	31.97	41.7	49.24

资料来源: 可转债报告书, 年报, 安信证券研究中心

表 3: 公司铜基础材料产能情况 (含产能扩充)

	2017	2018	2019	2020 年预计新增
铜板带 (万吨)	17	17	17	《铜板带产品升级、产能置换及智能化改造》 新增铜板带产能 7.5 万吨 (芜湖 4 万+清远 3.5 万)
铜导体 (万吨)	11	11	19	《年产 12 万吨铜导体材料项目》 新增导体产能 12 万吨
铜合金线材 (万吨)	3.8	3.8	3.8	-
合计	31.8	31.8	39.8	19.5

资料来源: 可转债报告书, 年报, 安信证券研究中心

并购鑫海高导, 铜导体产能进一步扩张。2019 年 4 月, 公司及全资子公司楚江电材现金收购鑫海高导 57.78% 股权, 交易完成后公司及楚江电材合计持有鑫海高导 80% 股权。鑫海高导的收购有利于公司快速向铜导体产业高附加值下游方向拓展, 整合公司在铜导体产业的管理优势、技术优势、市场优势及一体化运作优势, 考虑到鑫海高导现有铜导体材料年生产能力约 10 万吨, 及公司“年产 12 万吨铜导体材料项目”投产在即, 预计本次收购将快速提升公司在铜导体领域市场份额, 进一步增厚公司业绩。

表 4: 鑫海高导业绩承诺及完成情况

	2019	2020	2021	2022
承诺扣非净利润	4,000	5,000	5,500	6,000
实际完成的扣非净利润	4,733.85	-	-	-
完成率	118.35%			

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

可转债募投项目加速新产能释放，为可持续增长奠定良好基础。公司产能扩充正有序推进，2020年6月2日，公司发布可转债报告书，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2022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12万吨铜导体项目预计将于2020年进入投产，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。

铜加工行业由于定制化产品特征，更加看重企业资金周转能力和运营效率，低毛利高周转，而公司采用订单制生产，且对每个客户的需求标准建立相应的档案，因此能够做到产能利用率达到100%，产销率100%，考虑产能爬坡以及订单增多，产能释放将有所保证。

表5：公司可转债募集资金用途（单位：万元）

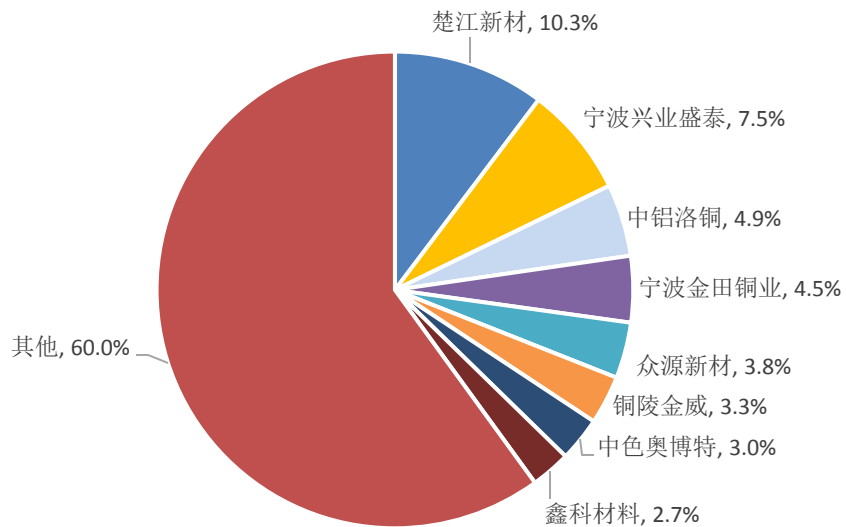
项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
1、年产5万吨高精铜合金带箔材项目	72,485	60,000
2、年产6万吨高精密度铜合金压延带材改扩建项目（二、三期）	27,231	27,000
3、年产30万吨绿色智能制造高精高导铜基材料项目（一期）	127,192	48,000
4、年产2万吨高精密铜合金线材项目	17,200	8,000
5、补充流动性资金	40,000	40,000
合计	284,108	183,000

资料来源：可转债报告书，安信证券研究中心

1.2. 行业进一步整合空间较大，龙头企业有望受益于量价齐升趋势

当前铜加工行业集中度较低，预计龙头集中趋势将愈发明显。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。根据投资者关系记录，在产品升级（大卷重、高精度、高性能）的大趋势下，小企业面临发展的压力越来越大。铜板带产品特点是个性化较强（规格多、品种多、牌号多），多为定制化产品，需要拥有强大的营销能力和基础客户资源，其行业门槛较高；同时，其加工工艺长，客户粘性强、客户相对分散，用途也更广，龙头企业相对稳定。

图 12: 我国铜板带市场主要企业份额



资料来源: ATK, 安信证券研究中心

长期看好行业整合及产能升级后可能为公司带来的量价齐升趋势。行业在新一轮的产品升级过程中, 小企业或将不断退出, 虽然大企业和小企业在较长时期内会共存的, 但头部企业会逐步在全国乃至全球范围内进一步集中的趋势愈加明显。公司作为行业龙头企业将主动推动行业整合, 根据年报, 公司目标为 25-30% 市场份额。目前铜板带行业盈利水平处于中低水平, 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。

表 6: 铜基材料单吨价格及单吨毛利情况 (元/吨)

	2015	2016	2017	2018	2019
单吨价格					
高精度铜合金板带	28631.76	27007.93	34286.09	36272.86	35281.46
铜导体材料	35301.14	32688.84	41700.36	43530.08	42610.37
精密铜合金线材	27571.3	25537.12	32424.59	33984.62	32564.88
特种钢材	2795.5	2963.76	4108.06	4496.96	4326.21
单吨毛利					
高精度铜合金板带	1130.95	1643.16	2186.32	3386.17	3158.69
铜导体材料	695.43	962.72	406.7	1304.46	1708.86
精密铜合金线材	1949.29	1859.56	1899.83	3219.31	2004.51
特种钢材	277.59	358.4	462.83	442.51	411.04

资料来源: 公司历年年报, 安信证券研究中心

2. 天鸟高新: 高性能纤维预制件保持高速发展, 未来市场可期

收购天鸟高新, 完善传统材料与军工新材料双轮驱动部署。2018 年 12 月 20 日, 楚江新材完成对天鸟高新 90% 股权的收购, 收购完成后将加速公司双主业结构部署, 正式迈入碳纤维复合材料领域, 并与顶立科技形成协同优势, 完成从材料到装备的产业链闭环。

天鸟高新主要从事碳纤维、芳纶纤维、石英纤维等特种纤维织造技术的开发及应用，是我国纤维预制件领军企业，且根据年报，是国内唯一产业化生产飞机碳刹车预制件企业，市占率行业领先，此外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，并已应用在主流民机，且是 C919 及 ARJ21 碳刹车预制件唯一供应商。我们认为，收购天鸟高新将进一步完善公司在传统材料和新材料领域的双轮驱动战略部署，为公司提供重要业绩增长点。

表 7：天鸟高新被收购前营收构成（单位：万元）

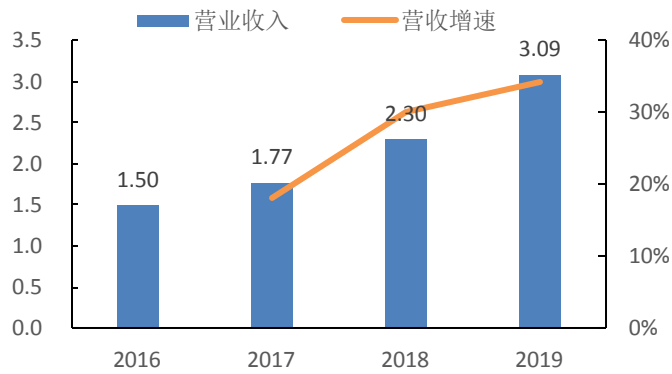
项目	2016 年度		2017 年度		2018 年 1-6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
刹车预制件	2,440.56	17.11%	2,808.84	17.20%	3,085.57	29.06%
热场预制件	1,374.65	9.64%	1,988.78	12.18%	2,221.94	20.93%
异形预制件	4,227.62	29.64%	4,336.46	26.56%	2,136.61	20.12%
碳纤维预浸布	2,103.26	14.75%	2,005.11	12.28%	851.38	8.02%
特种纤维布	1,908.30	13.38%	1,946.19	11.92%	840.09	7.91%
加工费收入	2,209.80	15.49%	3,242.76	19.86%	1,482.62	13.96%
预制件合计	8042.83	56.39%	9134.08	55.94%	7444.12	70.11%
合计	14,264.18	100%	16,328.14	100%	10,618.22	100%

资料来源：重组报告书，安信证券研究中心

预制件产品广泛应用于航空航天、国防等诸多领域，批量配套型号充足。预制件产品是天鸟高新主要收入来源，截至 2018 年 6 月，预制品收入占天鸟总营收的 70.11%，公司预制件产品分为飞机碳刹车盘预制件、航空航天耐烧蚀、热防护异形预制件及热场材料预制件，根据年报，公司已批量配套于我国高性能运输机、战斗机、轰炸机、预警机、舰载机、反潜机及新一代军机等所有型号系列军机刹车预制件，以及国产 C919 大飞机、ARJ21、进口波音、空客等 8 个型号民航飞机，并参与起草国家或行业标准 7 项，配套重点型号 19 项，在研重大专项 4 项，是我国碳纤维预制件领域的技术领先供应商。

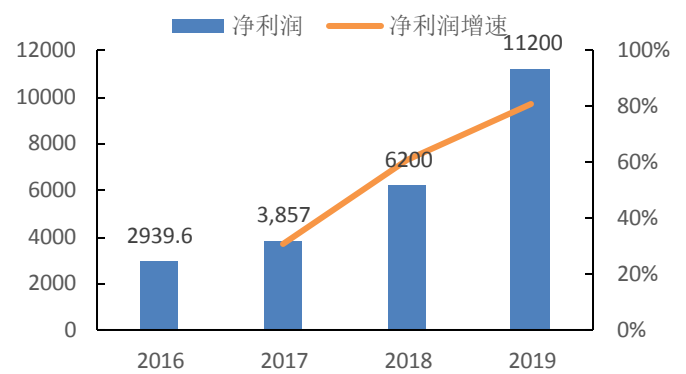
收入利润同步快速增长，业绩增长确定性高。2016 年后军改对公司的影响逐渐削弱，收入端实现稳健增长，由 2016 年 1.5 亿增至 2019 年 3.09 亿，复合增速 27.24%，利润端成长显著，从 2016 年 2940 万增长至 2019 年 1.12 亿，复合增速达 56.18%。同时，近年来天鸟净利率不断提升，净利率由 2016 年 19.60% 提升至 2019 年 36.25%，主要原因是新装备带来的生产效率提高、成本优化，且随着生产规模的提高，未来净利率或仍有提高的空间。考虑到军品异形预制件受益于导弹、火箭等型号批产上量、碳刹车向民用飞机和汽车高铁应用、及光伏热场预制体的批量化，预计公司 2020 年 10000 万元业绩承诺完成无忧。

图 13: 2016-2019 天鸟高新营收增长情况 (亿元)



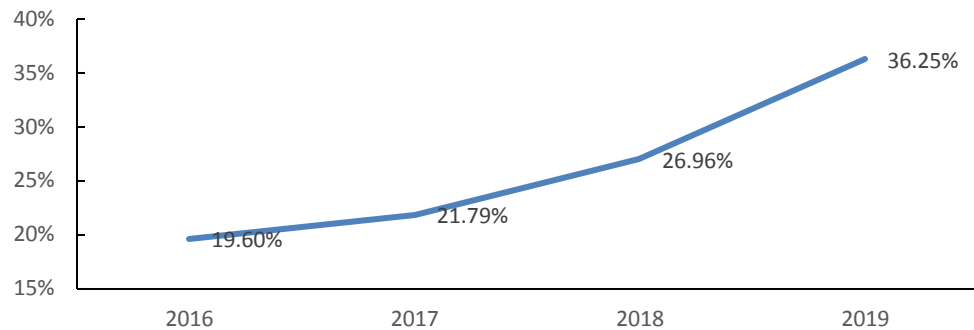
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 14: 2016-2019 天鸟高新净利润增长情况 (万元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 15: 2016-2019 天鸟高新净利率提升情况



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 8: 天鸟高新业绩承诺及完成情况 (单位: 万元)

	2018	2019	2020E
承诺扣非归母净利润	≥6,000	≥8,000	≥10,000
实际完成扣非净利润	6,159.75	9,401.96	13,175
完成率	102.66%	117.52%	131.75%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心, 注: 2020 年的实际完成值为预测值

募投项目带动产能翻倍增长, 为业绩保持高增长奠定坚实基础。天鸟高新在被收购前的主要问题是资金和产能问题, 根据年报, 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, 根据投资者关系记录, 募投项目预计 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, 至 2022 年将实现天鸟新增产能在现有基础上增加一倍以上, 为持续高增长夯实坚实基础。

表 9: 天鸟高新配套资金产能扩充情况

项目	总投资 (亿元)	新增产能	预计投产时间
飞机碳刹车预制体扩能建设项目	1.92	可形成年产 480 吨环形高性能碳纤维预制体的生产能力	2021 年
碳纤维热场预制体产业化项目	2.26	可形成年产 650 吨碳纤维热场预制体的生产能力	2021 年

资料来源: 收购报告书, 安信证券研究中心

2.1. 异形预制件市场占据主导，受益导弹及火箭等型号批产上量，业绩确定性强

碳纤维预制件是制备航空航天用碳/碳复合材料重要的结构增强材料。碳纤维预制件经CVD工艺复合制成的碳/碳复合材料具有质轻、比强度和比弹性模量高、热膨胀系数小、抗热冲击性好、耐烧蚀性好和耐摩擦磨损等优异的物理性能，在航天领域碳纤维预制件制备的碳/碳复合材料广泛应用于固体火箭发动机的喉衬、喷管等耐烧蚀材料及高超声速飞行器头锥、机翼前缘等热防护材料。

图 16: 火箭发动机喉衬、喷管结构

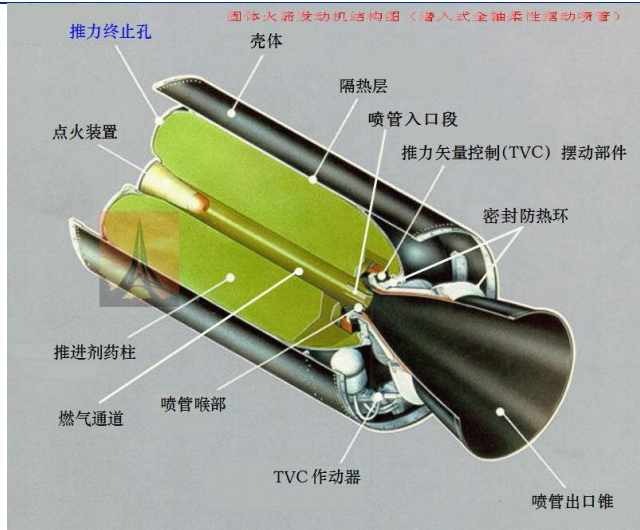
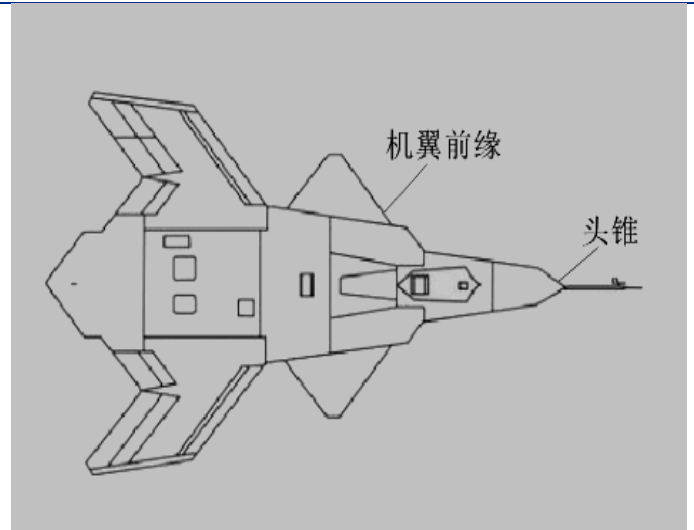


图 17: 高超声速飞行器头锥、机翼前缘

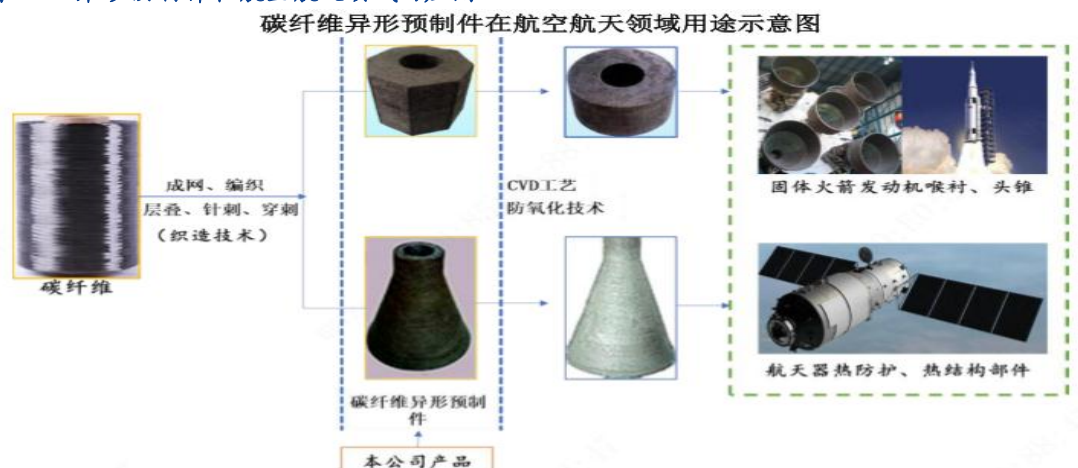


资料来源:《喷管喉衬的设计与结构分析研究现状》，安信证券研究中心

资料来源:《航空航天飞行器基本飞行原理》，安信证券研究中心

受益导弹及火箭等重点型号批产,航天领域预制件龙头有望核心受益。根据收购报告书,碳/碳复合材料在运载火箭和卫星等飞行器上发挥着不可替代的作用,其应用水平和规模关系到武器装备的跨越式提升和型号研制的成败。天鸟高新研制的低成本高性能碳纤维异形预制件,广泛应用于固体火箭发动机的喉衬、喷管等耐烧蚀材料和高超声速飞行器头锥、机翼前缘等防热材料。公司已对相关产品申请了国防专利,从而在国内航天领域预制件占据主导地位,无直接竞争对手,预计将直接受益于商业航天发展和实战化训练背景下火箭、导弹等型号的批产,未来放量可期。

图 18: 异形预制件在航空航天领域的应用

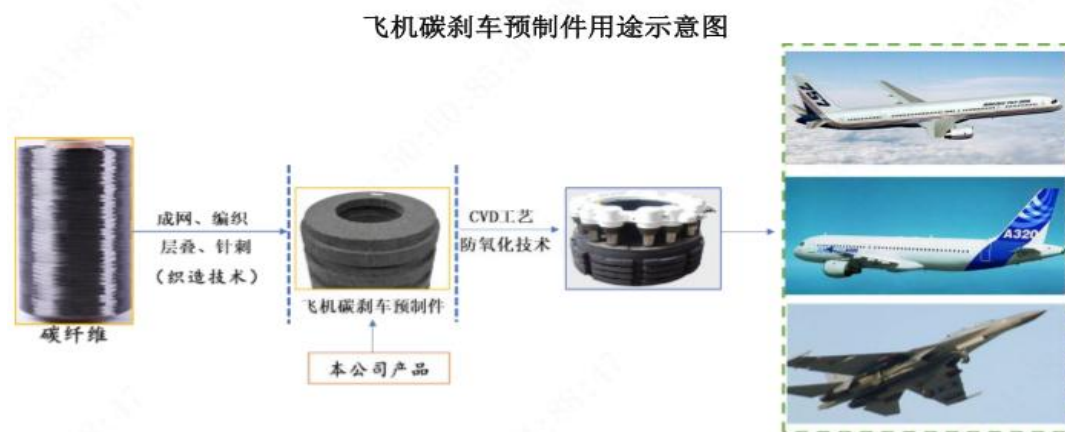


资料来源:收购报告书,安信证券研究中心

2.2. 受益增量飞机上量及存量换装需求，碳刹车盘预制件有望保持稳定增长

成功突破碳刹车盘技术壁垒，实现飞机碳刹车盘预制件国产化。天鸟高新已成功研发出高性能碳刹车预制件制备技术，成功打破欧美国家在这一领域的长期垄断。过去西方国家对我国一贯实行严厉的封锁政策，民用飞机碳刹车盘必须以旧换新，而军机则完全封锁。天鸟高新的技术突破为我国碳刹车盘国产替代做出突出贡献，目前产品已批量配套于我国几乎所有主流军机及民机机型。

图 19：碳刹车预制件用途的应用场景



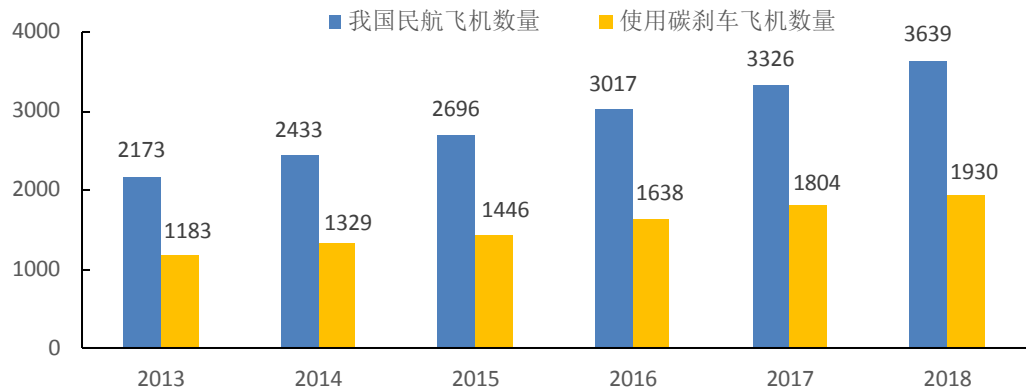
资料来源：收购报告书，安信证券研究中心

放量逻辑一：碳刹车盘取代粉末冶金或将是必然趋势，军民机数量增长将带动碳刹车盘需求放量。目前国内军机老旧机型以及占民用运输飞机量 40%左右的波音 737 仍主要使用粉末冶金刹车盘，考虑到与粉末冶金相比，碳刹车盘具有更加优异的力学性能、热物理性能、良好摩擦磨损性能且寿命长、重量轻，预计未来存量飞机改装碳刹车盘或将是必然趋势，且我国民机、军机数量增长将有力支撑碳刹车预制件需求放量：

1) 民机市场方面，随着我国民航业持续、快速发展，民航机队数量将不断扩大，且根据《民航行业统计报告》，截止 2018 年，我国民航运输机中使用碳刹车架数 1930 架，渗透率仅为 53.04%，未来提升空间充足，同时，国产大飞机 C919 订单放量亦有望成为碳刹车民机市场需求重要增长点；

2) 军机市场方面，“十九大”报告中明确指出，到本世纪中叶要将人民军队全面建设为世界一流军队，根据《World Air Force 2020》，当前我军战斗机数量仅为美军战斗机总量的 59%，我们认为新型号战机有望进入加速上量阶段，而新增机型有望或将全部改用碳刹车盘。由此可见，在碳刹车替代粉末冶金刹车的大背景下，我国民机及军机数量增长将进一步打开碳刹车预制件的市场空间。

图 20：2013-2018 我国民航运输飞机数量及使用碳刹车情况（单位：架）



资料来源：中国民用航空局《民航行业发展统计公告》，收购说明书，安信证券研究中心

放量逻辑二：产品耗材属性决定需求持续性，存量换装+机队数量增长有望保证公司业绩稳步提升。碳刹车盘是飞机重要消耗性部件，根据公司可转债报告，我国飞机用碳刹车盘平均使用 1 年左右就需要更换，因此碳刹车预制件具备可观、且持续性市场。根据收购说明书，2013 年-2017 年我国使用碳刹车盘的民用运输飞机数量分别为 1183、1329、1446、1638、1804 架，对应的碳刹车盘需求量为 58470、65358、71258、81976 和 91024 个，则平均每架飞机需要 50 个刹车盘，另根据《中国商飞公司 2017-2036 年民用飞机市场预测年报》，到 2035 年中国机队规模将达到 8684 架，若假设 2017 年之后增量飞机均改用碳刹车盘，对应的碳刹车盘总需求量为 43 万个，对应复合增速为 9.6%。

表 10：2013-2017 我国使用碳刹车盘的民用运输飞机数量

机型	2013 年数量	2014 年数量	2015 年数量	2016 年数量	2017 年数量
A300	8	7	7	7	6
A319-100	166	176	188	182	181
A320-200	501	580	634	727	808
A321-100/200	157	191	216	276	319
A330-200/300	121	147	170	185	215
A340-300/600	13	7	1	-	-
A380-800	5	5	5	5	5
B747	32	28	30	29	30
B757-200	42	38	36	39	36
B767	11	9	9	13	12
B777	48	62	70	86	87
B787	14	20	24	42	60
EMB-145	42	36	32	22	16
MA-60	21	23	23	23	25
其他	2	0	1	2	4
合计	1,183	1,329	1,446	1,638	1,804

资料来源：收购报告书，安信证券研究中心

表 11：碳刹车盘需求量（含测算）

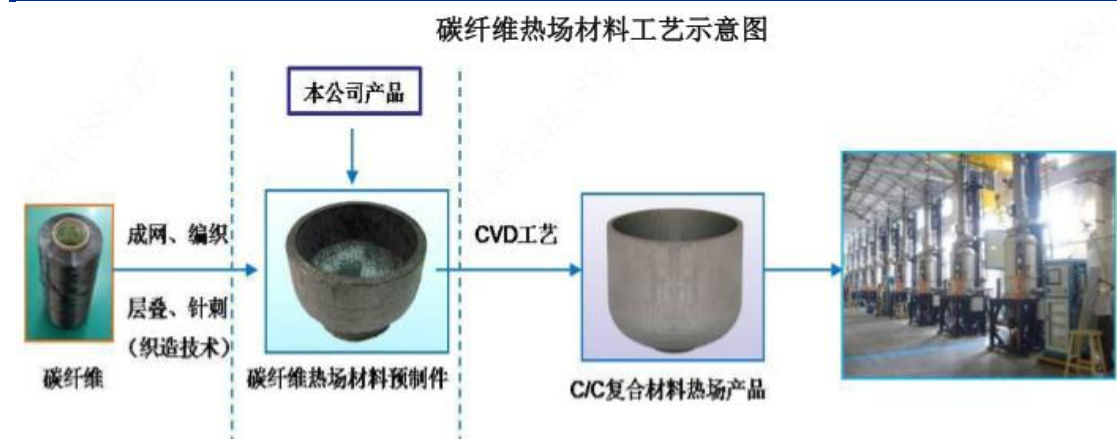
	2013	2014	2015	2016	2017	2035E
使用碳刹车盘飞机数（架）	1,183	1,329	1,446	1,638	1,804	8,684
碳刹车盘需求量（个）	58,470	65,358	71,258	81,976	91,024	432,300
单架飞机的碳刹车盘需求量	49.43	49.18	49.28	49.94	50.46	50

资料来源：收购报告书，安信证券研究中心

2.3. 光伏及半导体行业快速成长，热场预制件有望打开更多民品市场空间

碳纤维热场材料主要供应商，产品可广泛应用于制备半导体单晶硅、太阳能光伏硅晶炉等热处理设备。天鸟高新是国内主要碳纤维热场预制件生产商，而碳纤维热场材料预制件是生产碳/碳复合热场材料的增强材料，经 CVD 工艺制成的碳/碳复合热场材料具有质量轻、耐烧蚀性好、抗热冲击性好、损伤容限高等特点，可广泛应用于制备半导体单晶硅炉、太阳能光伏硅晶炉、高温碳化炉等热处理设备。

图 21：碳纤维热场材料预制体应用示意图



资料来源：收购报告书，安信证券研究中心

碳纤维热场材料预制件受益与光伏及半导体行业景气度上行，未来放量可期。热场材料预制件是直拉单晶硅炉、多晶硅氢化炉、多晶硅铸锭炉的重要消耗材料，而单晶硅、多晶硅是太阳能光伏及半导体行业重要原材料，需求量呈现不断上涨趋势。当前，公司热场材料产品已实现国产替代，下游为湖南博云新材等国内主要碳/碳复合材料生产商，且考虑到募投项目“年产 650 万吨碳纤维热场预制体”项目将于 2021 年投产及光伏与半导体行业景气度持续上行，未来放量可期。

放量逻辑：国内光伏及半导体产业快速发展，碳/碳复合热场材料用量提升将进一步带动热场预制件需求上量。1) 从半导体行业看，我国已成为世界最大半导体市场，且占全球市场份额仍在不断增长，预计伴随半导体产业快速成长，半导体制备设备支出增长将有效带动碳纤维热场预制件需求量上升；2) 从光伏行业看，光伏发电作为朝阳产业，经过多年发展已逐步向健康、有序、稳步增长方向成长，且 2018 年 9 月，欧盟决定取消对华太阳能板反倾销和反补贴措施，预计碳纤维热场材料在光伏产业的应用有望得到大幅提升。我们认为，考虑到热场材料组件是单晶硅炉、多晶硅炉的核心组件，且需不断根据使用频率定期更换，因此碳纤维热场材料无论在存量消耗还是新增消耗两方面均具有较大市场。

表 12：我国存量直拉单晶硅炉热场预制件需求量测算

直拉单晶硅炉尺寸	炉数(台)	年预制件需求量(吨/台)	年需求总量(吨)
24 吋以下	5200	0.20	104.00
16 吋	3500	0.24	840.00
28 吋	4370	0.25	1092.50
32 吋	10	0.26	2.6
合计	13080	-	2975.10

资料来源：可转债报告书，安信证券研究中心

3. 顶立科技：热工装备龙头，关注后续分拆上市进程

收购顶立科技，布局高端热工装备。2015年12月，公司完成顶立科技收购，正式进入碳材料领域，形成传统材料和碳材料的双轮驱动业务格局。根据可转债报告书，顶立科技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30m³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。

图 22：顶立科技真空碳化炉



资料来源：收购报告书，安信证券研究中心

图 23：顶立科技真空高温石墨化炉（碳化硅）



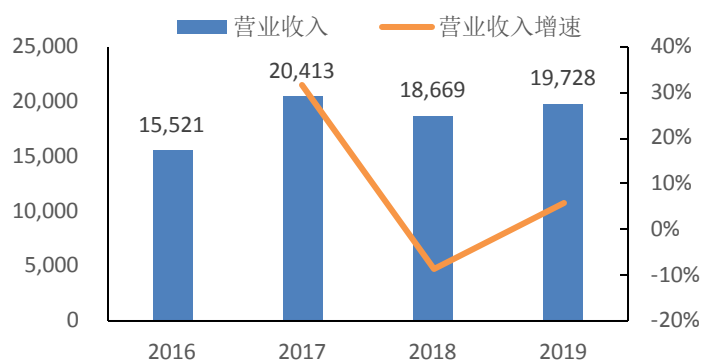
资料来源：收购报告书，安信证券研究中心

3.1. 装备业务为主要收入来源，关注石墨提纯及 3D 打印等新材料产业化带来业绩弹性

装备业务为收入主要来源，并表后业绩实现平稳增长。当前顶立科技收入主要来源为装备业务，自 2015 年底并表以来实现稳定增长，收入由 2016 年的 1.55 亿增长至 2019 年的 1.97 亿，复合增速 8.32%，净利润由 2015 年的 4037 万增长至 2019 年的 6633 万，复合增速 8.22%，顺利兑现收购时的业绩承诺。2018 年，由于厂房搬迁原因，顶立科技收入利润受影响出现一定的下滑，但 2019 年已重新恢复增长。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。我们认为，公司装备业务未来或将继续保持稳步增长，建议持续关注石墨提纯、3D 打印等新材料产业化带来的业绩弹性：

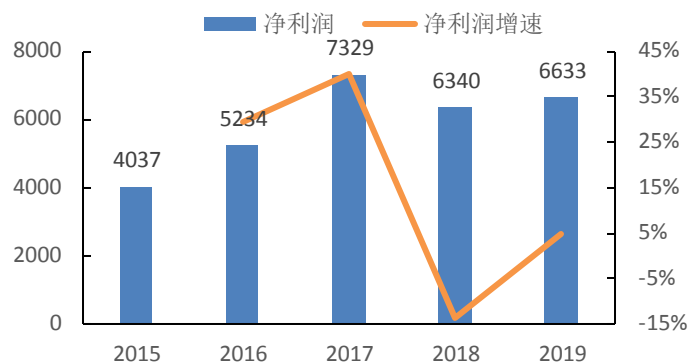
- 1) 根据投资者关系记录，公司高纯石墨业务已和某集团形成一条龙研发项目，涵盖装备工艺及高纯碳粉两个方向，目前公司碳粉工艺已可达到 5N5 (99.9995%) 纯度，预计 2020 年有望达到 6 个 9 的纯度，即满足碳化硅单晶制备所需纯度。顶立科技当前已在核石墨，等静压石墨、负极材料等领域具备了产业化条件，关注后续新研发项目落地；
- 2) 3D 打印业务方面，公司拥有等离子旋转雾化制粉设备及工艺，主要为军工企业做配套，目前正处于产品定型阶段，未来有望形成批量供应。

图 24：2015-2019 年顶立科技营收及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 25：2015-2019 年顶立科技净利润及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 13：顶立科技业绩承诺及完成情况（单位：万元）

	2015	2016	2017
承诺净利润	≥4000	≥5000	≥6000
实际实现净利润	4037.01	5234.02	6270.29
完成率	100.03%	104.68%	104.50%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

母公司收购天鸟高新，协同效应有望为公司发展增加筹码。天鸟高新是碳纤维预制件领域的技术领先供应商，顶立科技是碳纤维复合材料领域热工装备龙头供应商，二者不仅具有共同的下游，而且两者的产品和技术能够相互结合，这就决定了两者之间将产生较强的协同效应。通过利用产业链下游的技术融合与创新，顶立科技有望快速向新的技术产品延伸，优化产品结构，进一步巩固其龙头地位。

3.2. 顶立科技满足科创板分拆上市标准，持续关注后续进展

军工行业标的中楚江新材符合子公司科创板分拆上市新标准。按照规定，公司铜加工业务满足连续 3 年归母净利润累计不低于 6 亿元要求，顶立科技则满足不超过合并报表净利润 50%、不超过净资产 30% 的标准，且满足科创板第一套上市标准中最近两年净利润为正且累计净利润不低于 5000 万元及最近一年营业收入不低于 1 亿元盈利条件。根据年报，公司正积极落实顶立科技分拆论证和股改工作，并争取尽早完成上市前辅导及申报工作，持续关注后续进展。

表 14:《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》

指标	具体要求
上市时间	上市满 3 年
净利润	最近 3 个会计年度连续盈利； 最近 3 个会计年度扣除按权益享有的拟分拆所属子公司的净利润后，归属上市公司股东的净利润累计不低于 6 亿元 (净利润以扣除非经常性损益前后孰低值计算)； 上市公司最近 1 个会计年度合并报表中的权益享有的拟分拆所属子公司净资产不得超过上市公司合并报告净利润的 50% 。
净资产	上市公司最近 1 个会计年度合并报表中的权益享有的拟分拆所属子公司净资产不得超过上市公司合并报告净资产的 30% 。
并购重组	上市公司最近 3 个会计年度内发行股份及募集资金投向的业务和资产(拟分拆所属子公司最近 3 个会计年度使用募集资金合计不超过其净资产 10% 的除外)、最近 3 个会计年度内通过重大资产重组购买的业务和资产，不得作为拟分拆所属子公司的主要业务和资产。
股本	上市公司及拟分拆所属子公司董事、高级管理人员及其关联人员持有子公司的股份，不得超过所属子公司分拆上市前总股本的 10% 。上市公司拟分拆所属子公司董事、高级管理人员及其关联方持有拟分拆所属子公司的股份，合计不得超过所属子公司分拆上市前总股本的 30% 。
披露说明	本次分拆有利于上市公司突出主业、增强独立性；上市公司与拟分拆所属子公司不存在同业竞争。且资产、财务、机构方面相互独立，高级管理人员、财务人员不存在交叉任职；拟分拆所属子公司再独立性方面不存在其他严重缺陷。

资料来源：证监会，安信证券研究中心

表 15: 科创板上市标准及顶立科技完成情况

科创板第一套上市标准	顶立科技完成情况
最近两年净利润为正且累计净利润不低于 5000 万元	2018-2019 年净利润分别为: 6340、6633 万元
最近一年净利润为正且营业收入不低于 1 亿元	2019 年实现营收 1.97 亿元 ，净利润 6633 万元

资料来源：年报，安信证券研究中心

4. 投资建议及盈利预测

4.1. 铜加工龙头，业绩稳健增长，有望受益于行业集中度提升

1) 产能不断扩充，市占率不断有望不断提升。公司深耕铜加工领域多年，已基本占据国内市场主导地位，2019 年公司实现铜板带产量 19.62 万吨，稳居国内第一，市占率达 10.49%，根据公司年报，2020 年铜板带产量将达 23 万吨，实现全球第一，且伴随公司可转债募投项目有序推进，产能仍将保持稳定增长，预计市占率亦将逐步提升，公司目标是实现 25%-30% 市场份额。

2) 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。当前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%，行业集中度较低，进一步整合空间较大，而公司作为龙头企业将主动推动行业整合，行业集中趋势或将愈加明显，考虑到目前铜板带行业盈利水平仍处于中低水平，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。

4.2. 天鸟高新：高性能纤维预制件保持高速发展，未来市场可期

收购天鸟高新，完善传统材料与军工新材料双轮驱动部署。2018 年 12 月，公司完成对天鸟高新 90% 股权收购，收购完成后将加速公司双主业结构部署，正式迈入碳纤维复合材料领域，并与顶立科技形成协同优势，完成从材料到装备的产业链闭环。天鸟高新是我国纤维预制件领军企业，且是国内唯一产业化生产飞机碳刹车预制件企业，市占率行

业领先，此外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：

- 1) 异形预制件：受益导弹及火箭等重点型号批产，航天领域预制件龙头有望核心受益。**天鸟高新研制的低成本高性能碳纤维异形预制件已广泛应用于固体火箭发动机的喉衬、喷管等耐烧蚀材料和高超声速飞行器头锥、机翼前缘等耐热材料。公司已对相关产品申请了国防专利，从而在国内航天领域预制件占据主导地位，无直接竞争对手，预计将直接受益于商业航天发展和实战化训练背景下火箭、导弹等型号的批产，未来放量可期。
- 2) 碳刹车预制件：在碳刹车逐步替代粉末冶金刹车的大趋势下，我国军机及民机数量增长将带动碳刹车盘需求放量，且考虑到碳刹车盘产品的耗材属性决定其需求具备持续性，因此，存量换装+机队数量增长有望带动公司碳刹车预制件产品需求持续增长。**
- 3) 热场预制件：公司是国内主要热场预制件供应商，其产品是直拉单晶硅炉、多晶硅氢化炉及多晶硅铸锭炉中重要耗材，而单晶硅、多晶硅是太阳能光伏及半导体行业关键原材料，需求量呈现不断上涨趋势，因此碳纤维热场材料无论在存量消耗还是新增消耗两方面均具有较大市场空间，未来放量可期。**

4.3. 顶立科技：热工装备龙头，关注后续分拆上市进程

收购顶立科技，布局高端热工装备。2015年12月公司完成顶立科技收购，正式进入碳材料领域，形成传统材料和碳材料的双轮驱动业务格局。顶立科技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30m³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。

- 1) 装备业务为收入主要来源，关注石墨提纯及3D打印等新材料产业化带来的业绩弹性。**当前顶立科技收入主要来源为装备业务，自2015年底并表以来实现稳定增长，收入由2016年的1.55亿增长至2019年的1.97亿，复合增速8.32%，净利润由2015年的4037万增长至2019年的6633万，复合增速8.22%，顺利兑现收购时的业绩承诺。2018年，由于厂房搬迁原因，顶立科技收入利润受影响出现一定的下滑，但2019年已重新恢复增长。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。公司装备业务未来或将继续保持稳步增长，建议持续关注石墨提纯、3D打印等新材料产业化带来的业绩弹性。
- 2) 当前楚江新材及顶立科技均满足子公司科创板分拆上市标准，持续关注后续进展。**

4.4. 盈利预测

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22、18、16倍，维持“买入-A”评级。

5. 风险提示

5.1. 新材料业务拓展不及预期

公司军工新材料业务中天鸟高新当前正处在产能扩充阶段,如若募投项目建设不及预期,或存在影响订单及时交付的可能性,对业绩存在潜在影响;顶立科技方面,当前公司石墨提纯及3D打印正处于研发阶段,或存在研发项目进展不及预期可能。

5.2. 传统主业整合低于预期

公司铜加工业务正处于积极扩充产能继续提升市占率阶段,若产能扩充不及预期,则存在市占率提升较慢可能性,对公司积极推动行业间整合或有一定影响。

5.3. 产能扩张不及预期

当前公司铜加工业务及天鸟高新纤维预制件业务皆处于积极扩充产能阶段,如募投项目建设受到如疫情等因素影响,建设进度存在低于预期可能。

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%	1.6%	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)	29.0	25.7	21.5	18.3	15.7
PB(X)	2.6	2.2	1.9	1.8	1.7
P/FCF	-38.4	-86.9	62.5	35.8	30.8
P/S	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.9	10.5	12.5	12.1	9.8
CAGR(%)	16.5%	16.3%	15.2%	16.5%	16.3%
PEG	1.8	1.6	1.4	1.1	1.0
ROIC/WACC	1.2	1.2	1.1	1.2	1.1
REP	1.0	1.5	1.8	1.5	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
	刘晓莹	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	huzhen@essence.com.cn
	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