

期间费用、减值影响 20 年业绩， 21Q1 业绩同比+222.75%

事件：公司发布年报和一季报，20 年实现营收 229.74 亿元(+34.76%)，归母净利润 2.74 亿元(-40.51%)；21Q1 实现营收 73.38 亿元(+88.09%)，归母净利润 1.20 亿元(+222.75%)。

核心观点

- **20 年营收同比+34.76%，受疫情、期间费用、减值等影响当期业绩，21Q1 业绩实现+222.75%的增长。**20 年营收同比+34.76%，但归母净利润同比下降 40.51%，是由于 1)铜加工和热工装备业务毛利率下滑 2)铜基募投项目盈利能力尚未显现 3)研发费用和财务费用大幅增长 4)子公司顶立订单交付受疫情和产区整体搬迁影响，净利润为 0.27 亿元(-59.19%)。公司净利率下降 1.50pct，主要由于计提存货跌价 0.78 亿元(21Q1 已冲回)和毛利率下降(-0.71pct)。子公司江苏天鸟实现净利润 1.50 亿元(+34.22%)，说明公司纤维复材业务增长强劲。由于铜基募投项目逐步盈利、军品业务订单充足以及存货跌价冲回，21Q1 业绩同比大幅+222.75%。
- **军品业务占比大幅提升，公司加紧布局扩产，为军品业务持续增长奠定基石。**20 年年报显示军工新材料实现归母净利润 1.56 亿元，占公司归母净利润比重大幅提升(57%，去年为 37%)，军品业务已成为公司利润的主要贡献和增长点。公司新设芜湖天鸟，旨在推动碳碳复合材料全产业链形成，全部布局军工新材料。此外今年碳材料募投项目预计建成投产，为军品业务持续增长奠定坚实基础。公司在年报中披露了 2021 年经营目标：全年实现营收 284 亿元(+23.62%)，归母净利润 6.05 亿元(+120.61%)。
- **铜带加工龙头，市占率持续提升；复材加工细分市场隐形冠军，积极推动子公司分拆上市相关工作。**公司铜加工业务以铜板带、铜导体为主，其中铜板带生产规模全国第一(20 年市占率 11.9%)、全球前列，且始终保持 100% 的产能利用率。随着产业结构调整，集中度提升，公司未来市场份额和议价能力有望进一步提高。子公司天鸟高新是国内极少数具备特种纤维立体编织产业化能力的企业；顶立科技是高端热工装备领域的领先企业。近年来航空航天装备产业景气度高，且升级换代过程中复材的应用比例提升明显，公司充分受益行业红利。年报显示公司正积极推进顶立科技分拆上市工作。

财务预测与投资建议

- 由于 20 年铜加工毛利率下滑，我们调整 21-22 年 eps 为 0.45、0.58(原为 0.48、0.57 元)，新增 23 年 eps 为 0.73 元。参照 21 年可比公司平均估值，采用分部估值法对应目标价 10.95 元，维持买入评级。

风险提示：铜价大幅波动对加工费的影响；产能释放不及预期

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	17,048	22,974	29,589	32,995	36,854
同比增长(%)	30.1%	34.8%	28.8%	11.5%	11.7%
营业利润(百万元)	551	342	706	913	1,152
同比增长(%)	17.7%	-37.9%	106.0%	29.4%	26.2%
归属母公司净利润(百万元)	461	274	597	775	980
同比增长(%)	12.8%	-40.5%	117.5%	29.9%	26.4%
每股收益(元)	0.35	0.21	0.45	0.58	0.73
毛利率(%)	7.7%	7.0%	7.4%	7.7%	7.9%
净利率(%)	2.7%	1.2%	2.0%	2.3%	2.7%
净资产收益率(%)	9.3%	4.9%	9.9%	11.8%	13.8%
市盈率	23.1	38.9	17.9	13.8	10.9
市净率	1.9	1.9	1.7	1.6	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月26日)	8元
目标价格	10.95元
52周最高价/最低价	11.53/7.05元
总股本/流通A股(万股)	133,368/124,371
A股市值(百万元)	10,669
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2021年04月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	5.27	9.75	0	-4.54
相对表现	5.9	7.57	1.18	-23.78
沪深300	-0.63	2.18	-1.18	19.24



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 王一
021-63325888*6126
wangtiany@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120021

证券分析师 罗楠
021-63325888*4036
luonan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518100001

证券分析师 冯函
021-63325888*2900
fenghan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070002

联系人 丁昊
dinghao@orientsec.com.cn

相关报告

Q2 业绩恢复正增长，军品业务增速超预期： 2020-09-03
——报告副标题
19 年业绩实现较快增长，20Q1 受减值影响 业绩亏损 2020-04-27

附录

表 1：楚江新材可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2021/4/26	每股收益 (元)				市盈率			
			2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
铜加工板块										
海亮股份	002203	10.41	0.54	0.35	0.69	0.90	19.15	30.14	15.01	11.52
博威合金	601137	10.46	0.56	0.54	0.68	0.83	18.78	19.27	15.38	12.60
江西铜业	600362	26.78	0.71	0.67	0.93	1.01	37.60	39.96	28.75	26.40
众源新材	603527	7.64	0.38	0.40	0.68	1.00	20.08	19.10	11.24	7.64
	调整后 平均						19.61	24.70	15.19	12.06
新材料板块										
光威复材	300699	67.63	1.01	1.24	1.60	2.04	67.19	54.63	42.20	33.06
杭锅股份	002534	15.23	0.50	0.70	0.94	1.22	30.75	21.84	16.20	12.48
天通股份	600330	8.37	0.16	0.38	0.30	0.41	51.35	21.88	27.90	20.41
中航高科	600860	25.50	0.40	0.31	0.49	0.68	64.39	82.44	52.15	37.36
	调整后 平均						57.87	38.26	35.05	26.74

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：2021 年分部估值结果

业务分部	EPS (元)	可比公司平均估值水平	对应目标价 (元)
铜加工	0.24	15	3.60
新材料	0.21	35	7.35
分部估值结果			10.95

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	949	1,696	1,775	1,980	2,211	营业收入	17,048	22,974	29,589	32,995	36,854
应收票据及应收账款	1,395	1,744	2,247	2,505	2,798	营业成本	15,737	21,371	27,385	30,466	33,930
预付账款	165	346	445	496	554	营业税金及附加	69	61	78	87	97
存货	1,262	1,582	2,028	2,256	2,512	营业费用	173	75	92	109	122
其他	998	1,633	1,597	1,703	1,688	管理费用及研发费用	739	1,030	1,184	1,320	1,474
流动资产合计	4,768	7,002	8,092	8,940	9,765	财务费用	54	107	260	272	272
长期股权投资	9	9	0	0	0	资产、信用减值损失	(3)	102	90	50	50
固定资产	1,078	1,922	1,953	1,938	1,891	公允价值变动收益	(1)	(17)	(3)	(4)	(4)
在建工程	773	381	255	171	115	投资净收益	25	(34)	25	25	25
无形资产	404	413	402	391	380	其他	247	165	183	201	221
其他	1,428	1,519	1,493	1,498	1,503	营业利润	551	342	706	913	1,152
非流动资产合计	3,693	4,244	4,103	3,998	3,889	营业外收入	4	5	0	0	0
资产总计	8,461	11,245	12,196	12,938	13,654	营业外支出	8	6	0	0	0
短期借款	1,720	2,454	2,760	2,874	2,822	利润总额	547	341	706	913	1,152
应付票据及应付账款	724	589	755	840	935	所得税	68	39	80	103	128
其他	268	369	330	345	363	净利润	479	302	626	810	1,023
流动负债合计	2,712	3,412	3,844	4,059	4,120	少数股东损益	18	27	29	35	44
长期借款	0	6	6	6	6	归属于母公司净利润	461	274	597	775	980
应付债券	0	1,654	1,654	1,654	1,654	每股收益(元)	0.35	0.21	0.45	0.58	0.73
其他	152	276	192	193	194						
非流动负债合计	152	1,936	1,853	1,854	1,855	主要财务比率					
负债合计	2,864	5,348	5,697	5,913	5,975		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	121	146	175	210	253	成长能力					
股本	1,334	1,334	1,334	1,334	1,334	营业收入	30.1%	34.8%	28.8%	11.5%	11.7%
资本公积	2,610	2,540	2,849	2,849	2,849	营业利润	17.7%	-37.9%	106.0%	29.4%	26.2%
留存收益	1,534	1,679	2,142	2,633	3,244	归属于母公司净利润	12.8%	-40.5%	117.5%	29.9%	26.4%
其他	0	199	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	5,598	5,898	6,499	7,025	7,679	毛利率	7.7%	7.0%	7.4%	7.7%	7.9%
负债和股东权益总计	8,461	11,245	12,196	12,938	13,654	净利率	2.7%	1.2%	2.0%	2.3%	2.7%
						ROE	9.3%	4.9%	9.9%	11.8%	13.8%
						ROIC	8.1%	4.6%	8.2%	9.4%	10.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	33.8%	47.6%	46.7%	45.7%	43.8%
净利润	479	302	626	810	1,023	净负债率	13.8%	41.0%	40.7%	36.4%	29.6%
折旧摊销	101	128	106	110	114	流动比率	1.76	2.05	2.11	2.20	2.37
财务费用	54	107	260	272	272	速动比率	1.29	1.59	1.58	1.65	1.76
投资损失	(25)	34	(25)	(25)	(25)	营运能力					
营运资金变动	(26)	(1,260)	(892)	(543)	(480)	应收账款周转率	18.5	18.0	17.6	16.5	16.5
其它	(371)	271	(50)	5	5	存货周转率	13.5	15.0	15.2	14.2	14.2
经营活动现金流	212	(419)	25	629	909	总资产周转率	2.3	2.3	2.5	2.6	2.8
资本支出	(1,112)	(560)	(0)	(0)	(0)	每股指标(元)					
长期投资	76	1	9	0	0	每股收益	0.35	0.21	0.45	0.58	0.73
其他	151	(493)	(175)	16	15	每股经营现金流	0.16	-0.31	0.02	0.47	0.68
投资活动现金流	(885)	(1,052)	(167)	16	15	每股净资产	4.11	4.31	4.74	5.11	5.57
债权融资	0	1,665	0	0	0	估值比率					
股权融资	544	(69)	308	0	0	市盈率	23.1	38.9	17.9	13.8	10.9
其他	194	676	(88)	(441)	(693)	市净率	1.9	1.9	1.7	1.6	1.4
筹资活动现金流	739	2,271	220	(441)	(693)	EV/EBITDA	18.9	23.1	12.5	10.3	8.7
汇率变动影响	(2)	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	22.0	29.7	13.8	11.3	9.4
现金净增加额	64	798	79	204	232						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn