

## 21 年业绩同比+106.78%，产能扩张稳固铜基龙头地位，积极布局释放军品潜力

### 核心观点

**事件：**公司发布年报，21 年实现营收 373.50 亿元(+62.57%)，归母净利润 5.67 亿元(+106.78%)；21Q4 实现营收 101.75 亿元(+40.84%)，归母净利润 1.60 亿元(+109.87%)。

- **铜基+军品驱动营收快速增长，21 年利润端表现亮眼。**21 年公司先进铜基材料营收 364.28 亿元 (+62.60%)，军工碳材料营收 9.21 亿元 (+61.58%)。由于原材料价格上涨，21 年公司综合毛利率降至 6.06% (-0.92pct)，但利润增速仍显著高于营收端增速，主要由于：1) 各项费用率均有下降，期间费用率降至 4.74% (-0.53pct)；2) 计提资产减值损失减少 0.69 亿元 (-87.34%)；3) 其他收益增加 1.71 亿元 (+103.01%)。综上，21 年公司销售净利率提升至 1.62% (+0.31pct)。
- **公司积极扩产、加紧布局军品，铜基贡献营收主体，军品释放盈利潜力。**21 年公司多项先进铜基材料、军工碳材料项目投产，产销规模快速增长，军工碳材料领域的战略布局进一步完善。多项先进铜基材料扩产项目预计陆续于 22、23 年建成投产，芜湖天鸟的碳材料项目一期预计于 22 年下半年投产，有望进一步巩固公司龙头地位。公司披露了 22 年经营目标：实现先进铜基材料营收 414 亿元 (+13.65%)，军工碳材料板块营收 11 亿元 (+19.44%)，整体归母净利润 7.12 亿元 (+25.57%)。
- **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 (21 年市占率 13.2%)、全球前列，且产能利用率始终为 100%。随着行业结构调整、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，计划年内完成股改，尽早完成上市前辅导和申报工作。

### 盈利预测与投资建议

- 根据年报上调营收并下调毛利率，调整 22-23 年 eps 为 0.53、0.66 元(原为 0.58、0.73 元)，新增 24 年 eps 为 0.79 元。参照 22 年可比公司平均估值，采用分部估值法对应目标价 11.06 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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	22,974	37,350	42,788	47,828	52,863
同比增长(%)	34.8%	62.6%	14.6%	11.8%	10.5%
营业利润(百万元)	342	747	881	1,094	1,301
同比增长(%)	-37.9%	118.1%	18.0%	24.2%	18.9%
归属母公司净利润(百万元)	274	567	704	881	1,053
同比增长(%)	-40.5%	106.8%	24.1%	25.2%	19.4%
每股收益(元)	0.21	0.42	0.53	0.66	0.79
毛利率(%)	7.0%	6.1%	6.7%	7.0%	7.2%
净利率(%)	1.2%	1.5%	1.6%	1.8%	2.0%
净资产收益率(%)	4.9%	9.5%	10.9%	12.7%	14.1%
市盈率	41.2	19.9	16.1	12.8	10.7
市净率	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5

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。

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。

### 投资评级 买入 (维持)

股价 (2022 年 04 月 15 日)	8.47 元
目标价格	11.06 元
52 周最高价/最低价	14.43/7.34 元
总股本/流通 A 股 (万股)	133,453/125,942
A 股市值 (百万元)	11,303
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2022 年 04 月 18 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.52	-4.08	-25.57	14.52
相对表现	0.1	-20.93	-13.82	39.79
沪深 300	-1.62	16.85	-11.75	-25.27



### 证券分析师

王天一	021-63325888*6126 wangtianyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860510120021
罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518100001
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

期间费用、减值影响 20 年业绩，21Q1 业绩同比+222.75%	2021-04-27
Q2 业绩恢复正增长，军品业务增速超预期：——报告副标题	2020-09-03
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) 2022/4/15	每股收益 (元)				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
铜加工板块										
海亮股份	002203	9.90	0.34	0.60	0.85	1.17	28.73	16.47	11.71	8.47
博威合金	601137	12.67	0.54	0.47	0.81	1.07	23.34	27.16	15.62	11.88
江西铜业	600362	20.25	0.67	1.63	1.17	1.30	30.22	12.44	17.34	15.58
众源新材	603527	10.11	0.26	0.56	0.74	0.90	39.32	17.92	13.66	11.23
	调整后 平均						29.47	17.19	14.64	11.55
新材料板块										
光威复材	300699	48.67	1.24	1.46	1.84	2.31	39.31	33.26	26.39	21.06
中简科技	300777	42.69	0.53	0.58	1.17	1.75	80.76	73.35	36.44	24.43
天通股份	600330	9.48	0.38	0.42	0.56	0.77	24.78	22.77	16.90	12.24
中航高科	600860	19.59	0.31	0.42	0.57	0.75	63.34	46.15	34.41	26.18
	调整后 平均						51.32	39.71	30.40	22.75

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

**表 2：2022 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	0.32	15	4.76
新材料	0.21	30	6.30
分部估值结果			11.06

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,696	2,529	2,897	3,348	3,912	营业收入	22,974	37,350	42,788	47,828	52,863
应收票据及应收账款	1,744	2,123	2,433	2,719	3,005	营业成本	21,371	35,085	39,904	44,477	49,074
预付账款	346	515	590	660	729	营业税金及附加	61	108	124	138	153
存货	1,582	2,500	2,843	3,169	3,497	营业费用	75	110	126	140	155
其他	1,633	921	1,253	1,202	1,183	管理费用及研发费用	1,030	1,527	1,703	1,889	2,078
<b>流动资产合计</b>	<b>7,002</b>	<b>8,588</b>	<b>10,016</b>	<b>11,098</b>	<b>12,326</b>	财务费用	107	135	331	354	369
长期股权投资	9	8	9	9	9	资产、信用减值损失	102	15	23	37	37
固定资产	1,922	2,412	2,384	2,327	2,251	公允价值变动收益	(17)	1	1	1	1
在建工程	381	237	159	107	72	投资净收益	(34)	(32)	0	0	0
无形资产	413	441	429	417	405	其他	165	408	302	302	302
其他	1,519	1,575	1,551	1,549	1,548	<b>营业利润</b>	<b>342</b>	<b>747</b>	<b>881</b>	<b>1,094</b>	<b>1,301</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,244</b>	<b>4,674</b>	<b>4,532</b>	<b>4,408</b>	<b>4,284</b>	营业外收入	5	9	9	9	9
<b>资产总计</b>	<b>11,245</b>	<b>13,262</b>	<b>14,548</b>	<b>15,507</b>	<b>16,610</b>	营业外支出	6	43	14	15	17
短期借款	2,454	3,474	4,146	4,420	4,763	<b>利润总额</b>	<b>341</b>	<b>713</b>	<b>877</b>	<b>1,088</b>	<b>1,293</b>
应付票据及应付账款	589	597	679	756	834	所得税	39	107	105	129	153
其他	369	630	654	710	763	<b>净利润</b>	<b>302</b>	<b>607</b>	<b>771</b>	<b>959</b>	<b>1,140</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,412</b>	<b>4,700</b>	<b>5,478</b>	<b>5,886</b>	<b>6,361</b>	少数股东损益	27	40	67	77	88
长期借款	6	36	36	36	36	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>274</b>	<b>567</b>	<b>704</b>	<b>881</b>	<b>1,053</b>
应付债券	1,654	1,714	1,654	1,654	1,654	每股收益(元)	0.21	0.42	0.53	0.66	0.79
其他	276	291	238	239	240						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,936</b>	<b>2,040</b>	<b>1,929</b>	<b>1,930</b>	<b>1,931</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>5,348</b>	<b>6,740</b>	<b>7,407</b>	<b>7,816</b>	<b>8,291</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	146	356	423	501	589	成长能力					
股本	1,334	1,335	1,335	1,335	1,335	营业收入	34.8%	62.6%	14.6%	11.8%	10.5%
资本公积	2,540	2,516	2,697	2,697	2,697	营业利润	-37.9%	118.1%	18.0%	24.2%	18.9%
留存收益	1,679	2,118	2,488	2,960	3,500	归属于母公司净利润	-40.5%	106.8%	24.1%	25.2%	19.4%
其他	199	198	198	198	198	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>5,898</b>	<b>6,522</b>	<b>7,141</b>	<b>7,691</b>	<b>8,319</b>	毛利率	7.0%	6.1%	6.7%	7.0%	7.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,245</b>	<b>13,262</b>	<b>14,548</b>	<b>15,507</b>	<b>16,610</b>	净利率	1.2%	1.5%	1.6%	1.8%	2.0%
						ROE	4.9%	9.5%	10.9%	12.7%	14.1%
						ROIC	4.6%	6.9%	8.6%	9.5%	10.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	47.6%	50.8%	50.9%	50.4%	49.9%
净利润	302	607	771	959	1,140	净负债率	41.0%	41.5%	41.2%	36.0%	30.7%
折旧摊销	128	141	120	123	124	流动比率	2.05	1.83	1.83	1.89	1.94
财务费用	107	135	331	354	369	速动比率	1.59	1.30	1.31	1.35	1.39
投资损失	34	32	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(1,262)	(684)	(943)	(498)	(536)	应收账款周转率	18.0	23.0	22.4	22.1	22.0
其它	273	(356)	(30)	0	(0)	存货周转率	15.0	17.2	14.9	14.8	14.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>(419)</b>	<b>(125)</b>	<b>249</b>	<b>937</b>	<b>1,098</b>	总资产周转率	2.3	3.0	3.1	3.2	3.3
资本支出	(560)	(487)	(0)	(0)	(0)	每股指标(元)					
长期投资	1	1	(1)	0	0	每股收益	0.21	0.42	0.53	0.66	0.79
其他	(493)	435	1	1	2	每股经营现金流	-0.31	-0.09	0.19	0.70	0.82
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,052)</b>	<b>(51)</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	每股净资产	4.31	4.62	5.03	5.39	5.79
债权融资	1,665	110	(69)	2	2	估值比率					
股权融资	(69)	(24)	181	0	0	市盈率	41.2	19.9	16.1	12.8	10.7
其他	676	853	8	(489)	(538)	市净率	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,271</b>	<b>939</b>	<b>119</b>	<b>(487)</b>	<b>(536)</b>	EV/EBITDA	23.3	13.1	10.1	8.6	7.5
汇率变动影响	(2)	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	29.9	15.2	11.1	9.3	8.0
<b>现金净增加额</b>	<b>798</b>	<b>760</b>	<b>368</b>	<b>451</b>	<b>564</b>						

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。

本报告仅供本公司的客户使用。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](http://www.dfzq.com.cn)