



中信证券研究部

核心观点



李超
首席新材料分析师
S1010520010001



敖翀
首席周期产业
分析师
S1010515020001



联系人：肖锐

公司精密铜带产量国内排名第一，子公司领跑碳刹车预制件、高端热工装备领域，并向光伏热场碳/碳复材领域延伸拓展，伴随着多领域布局产能的逐步落地，公司产品序列进一步完善，综合实力和核心竞争力持续提升，预计公司未来几年业绩将进入高速增长阶段。维持“买入”评级。

■ 公司 2021 年归母净利润同比+106.78%，归母净利润四个季度连续环比增长。公司 2021 年实现营业收入 373.50 亿元，同比+62.57%；归母净利润 5.67 亿元，同比+106.78%；实现扣非归母净利润 3.84 亿元，同比+70.14%；经营性现金流-1.25 亿元，同比+70.07%，主要系募投项目投产，营业规模快速增长，销售资金回款同比增加。其中，2021Q4 实现营业收入 101.75 亿元，同比/环比+40.84%/+2.55%；实现归母净利润 1.60 亿元，同比/环比+109.87%/+6.81%；实现扣非归母净利润 1.00 亿元，同比/环比+11.48%/-9.40%。整体业绩如期增长，单季业绩连续创近两年新高。

■ 利润增长的主要因素：1) 先进铜基材料板块受益于新项目投产以及技术改造，产销规模持续增长，2021 年公司铜基材料销量 65.07 万吨，同比+20.94%，其中高精度铜合金板带材 29.83 万吨，同比+28.28%；2) 高性能碳纤维复材板块受益于碳纤维复材及预制件快速增长的需求和募投项目的建成投产，子公司天鸟高新作为国产大飞机 C919 碳刹车预制件的唯一供应商，2021 年实现营收 5.99 亿元，同比+49.84%；3) 高端热工装备板块受益于高性能新材料带来的旺盛装备需求、行业高壁垒和产能突破，子公司顶立科技 2021 年实现营收 3.14 亿元，同比+83.4%；4) 研发投入持续助力向高精尖方向迈进，2021 年公司的销售费用/管理费用/财务费用/研发费用为 1.10/3.02/1.35/12.24 亿元，分别同比变动+46.03%/+23.57%/+26.67%/+55.84%。

■ 国内精密铜带、碳刹车预制件龙头，领跑细分行业。1) 据中国有色金属加工工业协会统计，2021 年中国铜加工材综合产量为 1990 万吨，同比+4.9%，其中铜带材全国产量共计约 228 万吨，公司 2021 年 30 万吨的精密铜带产量（市占率 13%）、60-70%的再生铜综合利用比例、100%的产能利用率，保证了公司在铜带材稳居全国第一的龙头地位。2) 子公司天鸟高新为第二批专精特新“小巨人”及国际航空器材承制方 A 类供应商的资质、国内垄断地位的碳纤维立体成型技术，使得天鸟高新是国内唯一产业化生产飞机碳刹车预制件的企业。3) 子公司顶立科技第三批专精特新“小巨人”资质、“全国博士后科研工作站”及“湖南省国防重点实验室”等创新平台，确保了顶立科技在超高温热工装备领域的领先。

■ 战略部署有望进一步丰富公司产品品类，发挥多产线优势。1) 目前公司铜基材料产能 65 万吨/年，其中铜带材、铜导体均为 30 万吨/年，铜合金线为 5 万吨/年。募投资建的“年产 30 万吨绿色智能制造高精高导铜基材料项目（一期）”预计于 2022 年年底建成投产；“年产 5 万吨高精铜合金带箔材项目”、“年产 6 万吨高精密度铜合金压延带材改扩建项目（二、三期）”、“年产 2 万吨高精铜合金线材项目”预计于 2023 年年底建成投产，将进一步巩固公司在高端铜导体产品的龙头地位。公司计划 2022 年实现先进铜基材料销量 87.5 万吨。2) “飞机碳刹车预制体扩能建设目”及“碳纤维热场预制体产业化项目”建成投产，分别形成年产 480 吨环形高性能碳纤维预制体、650 吨碳纤维热场预制体的生产能力，2021 年已释放了部分产能。3) 芜湖天鸟一期 400 吨光伏热场碳/碳复合材料项目，预计 2022 年下半年建成投产。4) 着力推进顶立科技独立上市，计划 2022 年内完成股改，争取尽早完成上市前辅导和申报工作。多产线的优势有望进一步助力提升公司在产品结构、产业链布局、市场占有率、综合实

楚江新材	002171
评级	买入 (维持)
当前价	8.38 元
目标价	10.70 元
总股本	1,335 百万股
流通股本	1,259 百万股
总市值	112 亿元
近三月日均成交额	131 百万元
52 周最高/最低价	14.01/7.55 元
近 1 月绝对涨幅	-12.07%
近 6 月绝对涨幅	-18.72%
近 12 月绝对涨幅	11.36%

力等方面的竞争力。

- **风险因素：**原材料价格波动；市场竞争加剧；技术突破不及预期；下游需求不及预期；产能建设进度不及预期。
- **投资建议：**公司精密铜带产量国内排名第一，子公司领跑碳刹车预制件、高端热工装备领域，并向光伏热场碳/碳复材领域延伸拓展，伴随着多领域布局产能的逐步落地，公司产品序列进一步完善，综合实力和核心竞争力的持续提升，预计公司未来几年业绩将进入高速增长阶段。考虑疫情对物流销售的影响和碳纤维等原材料价格上行的影响，我们下调公司 2022-2023 年归母净利润预测为 7.15/9.44 亿元（原预测为 8.16/10.08 亿元），新增 2024 年归母净利润预测为 11.51 亿元，对应 EPS 预测分别为 0.54/0.71/0.86 元。参考公司历史估值（截至 2022 年 4 月 20 日，公司近 3 年 PE（TTM）的平均值为 30 倍，平均值减一倍标准差为 20 倍），我们给予公司 2022 年 20 倍 PE，对应目标价 10.7 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	22,974.09	37,349.61	42,588.84	47,262.91	53,474.84
营业收入增长率 YoY	35%	63%	14%	11%	13%
净利润(百万元)	274.24	567.09	714.82	943.52	1,150.52
净利润增长率 YoY	-41%	107%	26%	32%	22%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.21	0.42	0.54	0.71	0.86
毛利率	7%	6%	6%	7%	7%
净资产收益率 ROE	4.77%	9.20%	10.92%	12.97%	14.13%
每股净资产（元）	4.31	4.62	4.91	5.45	6.10
PE	39.9	20.0	15.5	11.8	9.7
PB	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4
PS	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	28.6	16.1	13.4	10.1	8.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2022 年 4 月 19 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	22,974	37,350	42,589	47,263	53,475
营业成本	21,371	35,085	40,012	44,134	49,764
毛利率	6.98%	6.06%	6.05%	6.62%	6.94%
税金及附加	61	108	106	118	134
销售费用	75	110	106	118	134
销售费用率	0.33%	0.29%	0.25%	0.25%	0.25%
管理费用	244	302	341	378	428
管理费用率	1.06%	0.81%	0.80%	0.80%	0.80%
财务费用	107	135	140	170	187
财务费用率	0.46%	0.36%	0.33%	0.36%	0.35%
研发费用	785.68	1224.41	1235.08	1323.36	1443.82
研发费用率	3.42%	3.28%	2.90%	2.80%	2.70%
投资收益	(34)	(32)	0	0	0
EBITDA	574	1,023	1,229	1,622	2,000
营业利润	342	747	928	1,261	1,584
营业利润率	1.49%	2.00%	2.18%	2.67%	2.96%
营业外收入	5	9	4	4	4
营业外支出	6	43	8	8	8
利润总额	341	713	924	1,257	1,580
所得税	39	107	139	220	316
所得税率	11.45%	14.95%	15.00%	17.50%	20.00%
少数股东损益	27	40	71	93	114
归属于母公司股东的净利润	274	567	715	944	1,151
净利率	1.19%	1.52%	1.68%	2.00%	2.15%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,696	2,529	1,704	1,654	1,604
存货	1,582	2,500	2,599	2,866	3,232
应收账款	1,468	1,781	2,711	3,009	3,404
其他流动资产	2,255	1,778	1,906	1,993	2,112
流动资产	7,002	8,588	8,920	9,523	10,353
固定资产	1,922	2,412	2,635	3,030	3,427
长期股权投资	9	8	8	8	8
无形资产	413	441	508	584	671
其他长期资产	1,900	1,812	2,152	2,215	2,184
非流动资产	4,244	4,674	5,303	5,837	6,291
资产总计	11,245	13,262	14,223	15,360	16,643
短期借款	2,454	3,474	3,892	4,078	4,208
应付账款	479	488	557	614	693
其他流动负债	479	738	759	830	925
流动负债	3,412	4,700	5,208	5,523	5,825
长期借款	6	36	36	36	36
其他长期负债	1,930	2,004	2,004	2,004	2,004
非流动性负债	1,936	2,040	2,040	2,040	2,040
负债合计	5,348	6,740	7,248	7,563	7,865
股本	1,334	1,335	1,335	1,335	1,335
资本公积	2,849	2,947	2,947	2,947	2,947
归属于母公司所有者权益合计	5,752	6,166	6,547	7,277	8,144
少数股东权益	146	356	427	520	634
股东权益合计	5,898	6,522	6,974	7,797	8,778
负债股东权益总计	11,245	13,262	14,223	15,360	16,643

现金流量表 (百万元)

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后利润	302	607	786	1,037	1,264
折旧和摊销	163	204	236	288	346
营运资金的变化	-1,028	-1,041	-1,067	-524	-707
其他经营现金流	145	105	140	170	188
经营现金流合计	-419	-125	94	971	1,090
资本支出	-693	-644	-864	-823	-799
投资收益	-34	-32	0	0	0
其他投资现金流	-324	624	0	0	0
投资现金流合计	-1,052	-51	-864	-823	-799
权益变化	1,816	267	0	0	0
负债变化	495	648	418	187	129
股利支出	-133	-133	-334	-214	-283
其他融资现金流	94	158	-140	-170	-187
融资现金流合计	2,271	939	-55	-198	-341
现金及现金等价物净增加额	801	763	-825	-49	-50

主要财务指标

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率 (%)					
营业收入	34.76%	62.57%	14.03%	10.97%	13.14%
营业利润	-37.89%	118.08%	24.27%	35.84%	25.67%
净利润	-40.51%	106.78%	26.05%	31.99%	21.94%
利润率 (%)					
毛利率	6.98%	6.06%	6.05%	6.62%	6.94%
EBITDA Margin	2.50%	2.74%	2.89%	3.43%	3.74%
净利率	1.19%	1.52%	1.68%	2.00%	2.15%
回报率 (%)					
净资产收益率	4.77%	9.20%	10.92%	12.97%	14.13%
总资产收益率	2.44%	4.28%	5.03%	6.14%	6.91%
其他 (%)					
资产负债率	47.56%	50.82%	50.96%	49.24%	47.26%
所得税率	11.45%	14.95%	15.00%	17.50%	20.00%
股利支付率	48.63%	58.83%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。