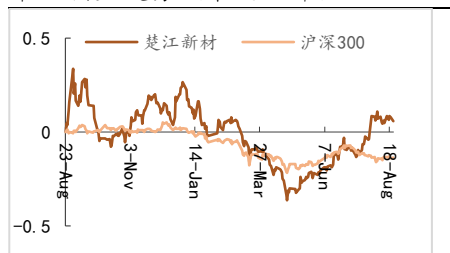


评级： 买入

吴轩
有色行业首席分析师
SAC 执证编号: S0110521120001
wuxuan123@sczq.com.cn
电话: 021-58820297

刘崇娜
有色行业研究助理
liuchongna@sczq.com.cn
电话: 010-81152687

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	10.79
一年内最高/最低价 (元)	14.19/6.26
市盈率 (当前)	24.42
市净率 (当前)	2.33
总股本 (亿股)	13.35
总市值 (亿元)	144.00

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 高端产品推动铜基材料量价齐升 碳纤维材料业务发力在即
- 产能扩张稳步推进 热场材料业务值得期待
- 三大业务齐头并进 产销增长助力公司业绩上行

核心观点

- **铜基及军工碳材料业务保持增长态势，疫情影响拖累增速。**2022 年上半年公司实现营业收入 205.71 亿元，同比增长 19.23%，实现归属母公司净利润 2.81 亿元，同比增长 8.74%。
- **行业集中度提升&产品结构优化，铜基材料加工费料触底反弹。**近年来铜加工行业集中度逐步提升，行业龙头话语权、议价能力提升，且铜加工费已处于历史底部，几乎没有下降空间。公司铜基材料业务正向高毛利、高附加值产品拓展，每年或将有 10%左右的低端产能替换，提升产品盈利能力，加工费提升将增厚公司盈利空间。
- **再生铜利用率高于行业平均水平，低成本打造高竞争力。**公司 65%左右的废铜利用率位居行业前列，原材料成本优势凸显，在铜加工领域充分竞争环境下，低成本有助于公司提高行业竞争力并保持盈利能力。
- **铜基材料产能持续扩张，细分领域保持龙头地位。**公司铜基材料 21 年销量已达 65 万吨，其中高精度铜合金板带材产量约 30 万吨，稳居细分行业龙头地位。年产 12 万吨高端铜导体材料投产带来增量，22 年铜基材料目标销量 87.5 万吨。公司募资投建的 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改扩建项目二三期以及 30 万吨铜导线项目预计将于 2022、2023 年陆续建成投产，产能扩张进一步稳固龙头地位。
- **芜湖天鸟投产在即，打造新的业绩增长点。**天鸟高新是国内唯一的军品碳纤维预制体生产企业，技术领先并拥有排他性专利。公司募投的 480 吨/年飞机碳刹车预制件、650 吨/年碳纤维热场预制件项目一期已经建成，有效地缓解公司产能紧张的问题；芜湖天鸟项目投建的光伏热场碳/碳复合材料一期 400 吨项目预计年内即将投产，远期规划产能 1500 吨，有望成为公司新的业绩爆发点。
- **顶立科技经营步入正轨，独立上市在即。**顶立科技已完成搬迁，生产步入正轨，且在手订单情况良好，业绩有望再上新的台阶。2022 年公司继续推进顶立科技独立上市，已启动第二轮融资，分拆上市有望迎来实质性进展，公司有望迎来价值重估。
- **投资建议：**公司铜板带材产量国内第一，也是国内唯一的军品碳纤维预制体生产企业并向光伏热场材料领域拓展，随着新增产能释放以及产品结构的调整，公司业绩或将进入高速增长阶段。公司营收有望在 2022-2024 年达到 505.50、658.64、732.76 亿元，归母净利润分别为 6.60、7.78、9.68 亿元，EPS 分别为 0.49、0.58、0.73。维持“买入”评级。
- **风险提示：**铜加工费下滑 产能释放不及预期 下游市场开拓受阻

盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	373.50	505.50	658.64	732.76
营收增速 (%)	62.57%	35.34%	30.30%	11.25%
净利润 (亿元)	5.67	6.60	7.78	9.68
净利润增速 (%)	106.78%	16.35%	17.94%	24.42%
EPS(元/股)	0.43	0.49	0.58	0.73
PE	25.09	21.82	18.50	14.87

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8,588.49	9,315.85	9,953.47	11,747.22	经营活动现金流	-125.33	204.19	581.00	242.24
现金	2,529.00	2,021.98	1,712.47	1,831.90	净利润	606.76	659.82	778.17	968.17
应收账款	1,781.04	1,925.93	2,025.92	2,370.63	折旧摊销	203.57	204.69	232.17	256.11
其它应收款	127.13	148.26	205.45	240.58	财务费用	132.93	247.69	289.80	307.76
预付账款	515.11	662.33	752.31	953.43	投资损失	22.42	-9.15	4.61	6.15
存货	2,500.02	3,125.55	3,555.66	4,252.83	营运资金变动	-444.92	-969.22	-783.94	-1408.54
其他	296.96	497.15	689.51	885.16	其它	-646.11	70.37	60.19	112.59
非流动资产	4,673.99	5,087.19	5,534.59	5,863.23	投资活动现金流	-51.06	-576.09	-576.62	-546.96
长期投资	8.12	8.12	8.12	8.12	资本支出	-155.60	850.00	900.00	800.00
固定资产	2,412.20	2,605.13	2,819.42	2,946.17	长期投资	0.79	0.00	0.00	0.00
无形资产	441.33	455.30	511.94	561.25	其他	103.76	-1426.09	-1476.62	-1346.96
其他	350.72	420.13	501.24	586.42	筹资活动现金流	939.30	-135.12	-313.89	424.16
资产总计	13,262.48	14,403.04	15,488.07	17,610.46	短期借款	1019.62	623.29	454.77	828.80
流动负债	4,699.80	5,607.50	6,280.79	7,389.31	长期借款	30.21	-36.21	0.00	5.30
短期借款	3,473.65	4,096.94	4,551.71	5,380.51	其他	-110.53	-722.20	-768.66	-409.95
应付账款	488.42	523.31	545.40	587.53	现金净增加额	762.90	-507.02	-309.52	119.43
其他	566.58	642.15	713.48	801.92					
非流动负债	2,040.44	1,546.56	1,378.10	1,433.80	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	36.21	0.00	0.00	5.30	成长能力				
其他	290.55	305.78	344.12	394.52	营业收入	37349.61	50549.53	65864.04	73275.84
负债合计	6,740.23	7,154.05	7,658.89	8,823.11	营业利润	746.87	803.23	969.98	1187.08
少数股东权益	355.98	409.25	483.34	575.52	归属母公司净利润	567.09	659.82	778.17	968.17
归属母公司股东权益	6,166.27	6,839.73	7,345.84	8,211.82	获利能力				
负债和股东权益	13,262.48	14,403.04	15,488.07	17,610.46	毛利率	6.06%	6.83%	6.84%	6.89%
					净利率	1.52%	1.31%	1.18%	1.32%
					ROE	7.95%	9.84%	10.89%	12.07%
					ROIC	10.27%	10.99%	11.48%	12.46%
利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
营业收入	37,349.61	50,549.53	65,864.04	73,275.84	资产负债率	50.82%	49.67%	49.45%	50.10%
营业成本	35,085.46	47,097.76	61,357.98	68,229.48	净负债比率	-7.10%	-14.18%	-2.63%	4.11%
营业税金及附加	108.07	181.98	243.70	263.79	流动比率	1.83	1.66	1.58	1.59
营业费用	109.63	202.20	256.87	278.45	速动比率	1.30	1.10	1.02	1.01
研发费用	1,224.41	1,784.40	2,325.00	2,579.31	营运能力				
管理费用	302.13	571.21	704.75	784.05	总资产周转率	3.05	3.65	4.41	4.43
财务费用	135.19	247.69	289.80	307.76	应收账款周转率	22.99	27.27	33.33	33.33
资产减值损失	-10.45	15.00	15.00	15.00	应付账款周转率	77.22	99.93	123.26	129.36
公允价值变动收益	1.32	17.10	-13.90	20.41	每股指标(元)				
投资净收益	-31.74	9.15	-4.61	-6.15	每股收益	0.43	0.49	0.58	0.73
营业利润	746.87	803.23	969.98	1,187.08	每股经营现金	-0.09	0.15	0.44	0.18
营业外收入	9.06	25.59	16.43	18.54	每股净资产	4.47	5.13	5.50	6.15
营业外支出	42.53	7.20	6.81	7.48	估值比率				
利润总额	713.40	821.62	979.61	1,198.14	P/E	25.09	21.82	18.50	14.87
所得税	106.64	108.54	127.35	137.79	P/B	2.41	2.11	1.96	1.75
净利润	606.76	713.09	852.26	1,060.35					
少数股东损益	39.67	53.27	74.09	92.18					
归属母公司净利润	567.09	659.82	778.17	968.17					
EBITDA	1,039.46	1,255.61	1,491.96	1,750.95					
EPS (元)	0.43	0.49	0.58	0.73					

分析师简介

吴轩，金融硕士，曾就职于长城证券。2021年12月加入首创证券，负责有色金属板块研究。

刘崇娜，有色行业研究助理，FRM，2022年5月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现