

**投资评级：推荐（维持）**
**报告日期：2019年12月15日**
**市场数据**

目前股价	6.38
总市值（亿元）	85.09
流通市值（亿元）	66.76
总股本（万股）	133,367
流通股本（万股）	104,641
12个月最高/最低	7.30/4.54

**分析师**

分析师：吴轩 S1070519040001

☎ 021-61680360

✉ wu\_xuan\_cgws.com

联系人（研究助理）：孙志轩

S1070118120018

☎ 0755-83515597

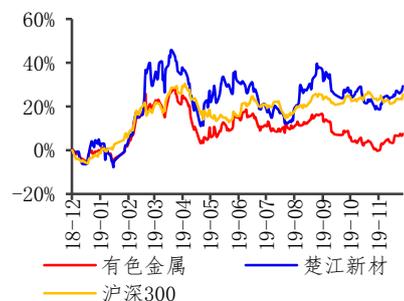
✉ sunzhixuan\_cgws.com

联系人（研究助理）：封谊敏

S1070119050047

☎ 021-31829728

✉ fengyimin\_cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

 <<军工新材料及高端设备助力铜加工龙头  
 二次腾飞>> 2019-05-20

# 三驾马车齐头并进 拉开腾飞新篇章

## ——楚江新材（002171）公司深度报告

**盈利预测**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,044.03	13,107.11	16,246.26	21,669.26	23,649.22
(+/-%)	39.47%	18.68%	23.95%	33.38%	9.14%
净利润	360.63	408.59	501.82	650.61	748.36
(+/-%)	92.44%	13.30%	22.82%	29.65%	15.02%
摊薄 EPS	0.27	0.31	0.38	0.49	0.56
PE	24.28	21.20	16.96	13.08	11.37

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 铜板带加工行业龙头 产能稳步提升巩固行业地位：**公司是铜板带材加工龙头，目前拥有铜板带产能 20 万吨，位居国内第一，世界前三；铜导体材料产能 23 万吨（计入并购的鑫海高导）；铜棒线产能 4 万吨，位居国内第一。2019 年底公司 7.5 万吨高精铜板带产能即将投放，2020-2021 年 12 万吨铜导体材料产能将逐步落地，可转债募投 40 万吨铜加工材项目也有望于明年启动建设，未来有望在 2 年内跃居全球板带材加工行业第一。
- 废铜回收奠定成本优势 熔炼技术及成熟回收体系构建护城河：**公司废铜综合利用技术水平位居行业第一，并建立了长三角废铜回收体系，原材料废铜使用比率达 70%，为全国同行业最高。再生铜成本较原生铜低 2000 元/吨，为公司奠定坚实成本优势，随着 4 条新废铜回收生产线逐步投产，废铜回收产能将提升一倍，公司成本优势有望进一步扩大。
- 子公司天鸟高新募投项目启动 垄断地位保证新增产能消化：**公司募投碳纤维预制件扩产项目已于年内顺利启动，达产后产能将提升 3 倍以上。依托公司碳纤维预制件国内垄断地位，公司军品及民品订单量充足，新增产能有望顺利得到消化，天鸟高新未来业绩增长空间巨大且确定性较强，为公司未来发展注入极大活力。
- 4 亿回购计划彰显管理层信心 可转债助力公司成长：**近期公司正稳步推可转债募投项目，及 4 亿股票回购计划。回购计划金额较大，占目前公司总市值约 5%，彰显管理层对公司未来发展信心。同时可转债项目已受证监会受理，未来有望不断扩张铜加工业务产能，借助成本端优势，巩固公司在铜加工行业的龙头地位。
- 三驾马车齐头并进 攻守兼备的优质标的：**公司铜加工领域、碳纤维预制件领域、智能热工设备领域均处于龙头地位，我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 5 亿、6.51 亿、7.48 亿；对应 EPS0.38 元，0.49 元，0.56 元；对应当前 PE16.96 倍、13.08 倍、11.37 倍，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**产能投放不及预期 铜材加工费下滑 可转债项目未过会

## 目录

1. 废铜回收奠定成本优势 产能扩张稳固龙头地位 .....	4
1.1 深耕铜加工领域多年 产能稳步增长巩固龙头地位 .....	4
1.2 废铜回收技术行业领先 铜加工成本优势显著 .....	5
1.3 铜板带行业整合加速 静待航母级龙头诞生 .....	7
2. 天鸟高新碳纤维预制件龙头 募投项目为公司打破发展瓶颈 .....	10
2.1 募投项目顺利启动 天鸟高新迎来新发展 .....	10
2.2 强军政策提升军工景气度 十三五后期军工材料企业迎业绩拐点 .....	11
2.3 预制件领域优势显著 下游军机及民航市场广阔 .....	14
3. 4 亿回购计划彰显管理层信心 可转债助力公司成长 .....	16
4. 盈利预测与投资建议 .....	18
4.1 盈利预测 .....	18
4.2 投资建议 .....	19
4.3 风险提示 .....	19
附：盈利预测表 .....	20

## 图表目录

图 1:	铜加工业务毛利率拆分 (%)	5
图 2:	铜板带业务毛利率对比	5
图 3:	低品位废杂铜冶炼过程中环保压力极大	6
图 4:	计入当期损益的政府补助 (万)	6
图 5:	废铜进口量自政策收紧后出现明显下降	7
图 6:	废铜进口平均品位显著上升	7
图 7:	紫铜材加工费情况	7
图 8:	铜板带加工工艺流程	8
图 9:	铜管加工工艺流程	8
图 10:	2018 年国内铜板带企业产量	9
图 11:	近年我国国防预算支出及军费支出占 GDP 比重	11
图 12:	近年来武器装备军费支出额及占总军费比重	11
图 13:	中美在役歼击机数量对比	12
图 14:	我国军队公开招标采购次数	13
图 15:	军工材料公司扣非后归母净利润情况 (百万)	13
图 16:	碳纤维刹车盘预制件	14
图 17:	碳纤维刹车盘	14
图 18:	国内民航碳刹车市场庞大	15
表 1:	楚江新材金属加工产能情况	4
表 2:	楚江新材铜加工产能扩张项目	4
表 3:	公司基础材料销量逐年增长 (万吨)	5
表 4:	2018 年铜加工企业下游前五大客户占比	8
表 5:	天鸟高新产品及应用领域	10
表 6:	募投配套资金项目	10
表 7:	天鸟高新业绩承诺	11
表 8:	中美军机高端材料占比	12
表 9:	天鸟高新收入与利润保持快速增长	13
表 10:	碳纤维材料具有多种优势	14
表 11:	我国军机数量呈上升态势	15
表 12:	国内 2017 年民航飞机碳纤维刹车盘更新替换市场估算	15
表 13:	楚江新材近期可转债及定增募投项目	16
表 14:	公司员工持股计划	17
表 15:	第 3 期员工持股计划业绩考核及解禁方案	17
表 16:	公司产能梳理 (未计入可转债募投项目)	18
表 17:	2019-2021 年公司业务拆分	18

# 1. 废铜回收奠定成本优势 产能扩张稳固龙头地位

## 1.1 深耕铜加工领域多年 产能稳步增长巩固龙头地位

公司深耕铜加工领域多年，在铜板带产品方面是行业龙头，产量国内稳居第一，全球进入前三；铜线材方面规模位居国内第一；导电铜杆占当地市场份额 70% 以上。公司产品种类齐全，铜板带方向包含青铜、紫铜、锡磷青铜三大系列的各类牌号系列产品，铜线材方向拥有高精密新材料切割用黄铜母线材等几十种产品，铜导体材料方向包括电工原铜杆、线等多种产品，特种钢材方向覆盖中高碳钢、冷轧带钢等多种钢材，下游广泛应用于军工、造币、节能、汽车、高铁、新能源、电力等行业。

**表 1: 楚江新材金属加工产能情况**

产品	目前产能	主要应用领域
铜板带	20 万吨	水暖、高铁护套、五金、电器、电子、汽车配件
导体材料	10 万吨（不计鑫海高导）	新能源汽车、轨道交通、电力系统、信息技术
铜合金线材	4 万吨	精密模具制造、电子电器、五金配件
特种钢材	17.5 万吨	汽车、自行车、五金、电子、家居

资料来源：公司官网 长城证券研究所

**产能增长预期强烈，业绩增长有望得到支撑：**2019 年 8 月公司发布可转债募投预案，拟募资 18.3 亿元用于铜材料产能扩张，涉及 8 万吨高精铜板带产能（5 万吨芜湖+3 万吨清远），26 万吨高品质铜杆产能，4 万吨高端细线产能以及 2 万吨高精密铜合金线产能，合计产能达到 40 万吨。此外，2016 年增发募投的 7.5 万吨高精铜板带产能将于 2019 年年底投放，12 万吨铜导体材料产能将于 2020-2021 年间投放，公司产能增长预期强烈。

**表 2: 楚江新材铜加工产能扩张项目**

	项目	产能	总投资金额 (万)
2019 年可转债预案	年产 5 万吨高精铜合金带箔材项目	5 万吨高精铜板带	72,485
	年产 6 万吨高精密度铜合金压延带改扩建项目（二、三期）	3 万吨高精铜板带	27,231
	年产 30 万吨绿色智能制造高精高导铜基材料项目（一期）	26 万吨高品质铜杆、规格丝；4 万吨高端细线	127,192
	年产 2 万吨高精密铜合金线材项目	2 万吨高精密铜合金线	17,200
2017 年增发募投	年产 12 万吨高端铜导体材料项目（改）	12 万吨铜导体材料（2020 前后）	-
	铜合金板带产品升级、产能置换及智能化改造项目	7.5 万吨高精铜板带（2019）	87,260

资料来源：公司官网 长城证券研究所

**公司基础加工材料业务供不应求，新增产能助力业绩增长：**自 2014-2018 年，公司金属材料产品销量逐年增长，年均复合增长率达到 7.2%，其中毛利率最高的铜板带业务年均复合增长率达到 10.18%。2018 年公司产销率达 100%，下游客户认可度极高，未来新增产能有望充分消化。

表 3: 公司基础材料销量逐年增长 (万吨)

	2014	2015	2016	2017	2018
铜板带	12.16	13.9	15.21	16.72	17.92
导体材料	6.66	7.57	7.01	7.8	9.91
铜线材	2.81	3.13	3.43	3.61	3.9
特种钢材	15.32	16.53	16.14	16.48	17.09
总计	36.95	41.13	41.79	44.61	48.8
产销率	-	99.9%	100.3%	99.9%	99.4%

资料来源: 公司公告 长城证券研究所

**收购鑫海高导，铜导体领域再下一城：**江苏鑫海高导是一家铜导体材料研发制造企业，拥有铜导体材料 13 万吨年产能，公司与全资子公司楚江新材分别于 2018 年 5 月、2019 年 4 月收购该公司 22.22%、57.78% 股权，合计持有 80% 股权，并于 2019 年 7 月增资 8000 万元用于改善其财务结构，加快项目升级改造进度。鑫海高导原股东承诺 2019-2022 年扣非净利润分别不低于 4000 万、5000 万、5500 万、6000 万。公司通过收购鑫海高导的方式加速铜导体材料布局，有望实现公司自有产线技术优化，并凭借鑫海高导原有渠道进一步提升铜杆材料市占率。

## 1.2 废铜回收技术行业领先 铜加工成本优势显著

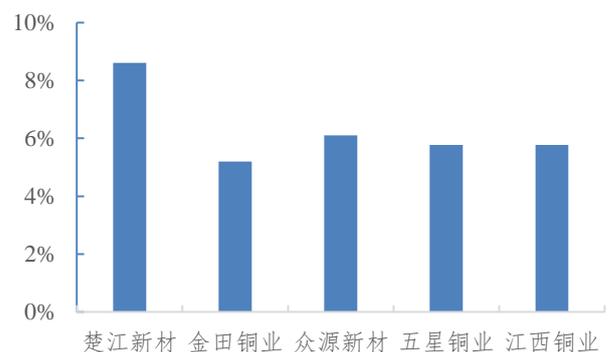
**废铜使用占比行业最高，奠定公司成本优势：**铜加工企业通常选择电解铜作为原材料进行熔炼加工，但部分技术先进且规模较大的企业可以通过回收废铜作为原材料进行加工，由于废铜较电解铜价格更低，采用废铜加工的方式可以降低 2000 元/吨的成本。公司目前在行业中废铜使用占比最高，导体产品废铜使用占比 40%，板带材废铜使用占比达到 90%，整体占比达 70%，为公司奠定显著的成本优势。

图 1: 铜加工业务毛利率拆分 (%)



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 2: 铜板带业务毛利率对比

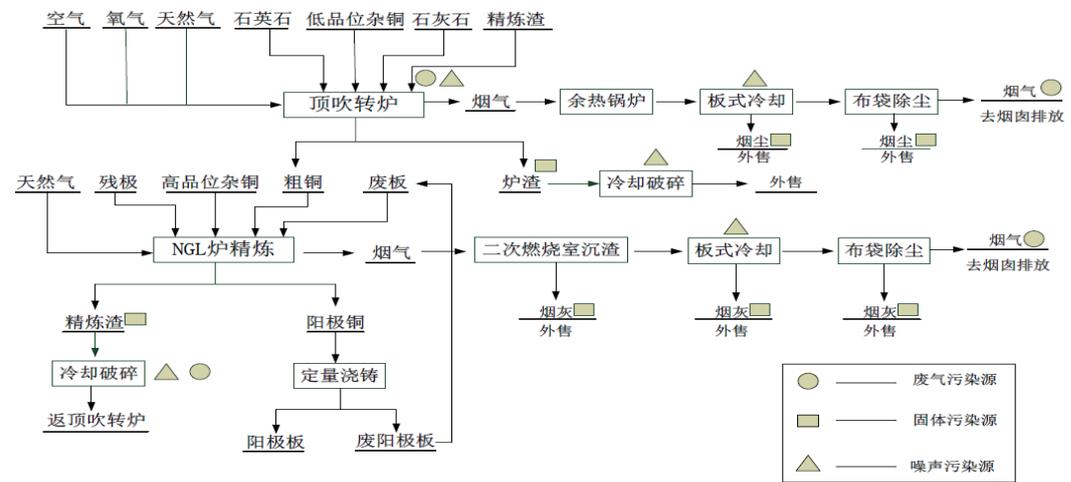


资料来源: WIND 长城证券研究所

**废铜回收处理技术行业第一，保障公司竞争优势：**铜加工企业利用废铜加工需要面对两个困难，一是环保监管趋严下回收技术要求较高，二是国内废铜原料收集体系尚不成熟。公司废铜综合利用技术水平位居行业第一，拥有的高温回收炉技术可以有效控制废气排放，妥善解决环保问题。子公司顶立科技超高温热工装备领域国内领先，有望对废铜回

收业务形成显著的协同效应，保障公司竞争优势。公司年回收废铜量达 7-8 万吨，目前仍有 4 条废铜回收加工业务生产线在建，设计总产能 6 万吨/年，一旦投入使用有望进一步提升废铜回收能力，有效降低综合生产成本。

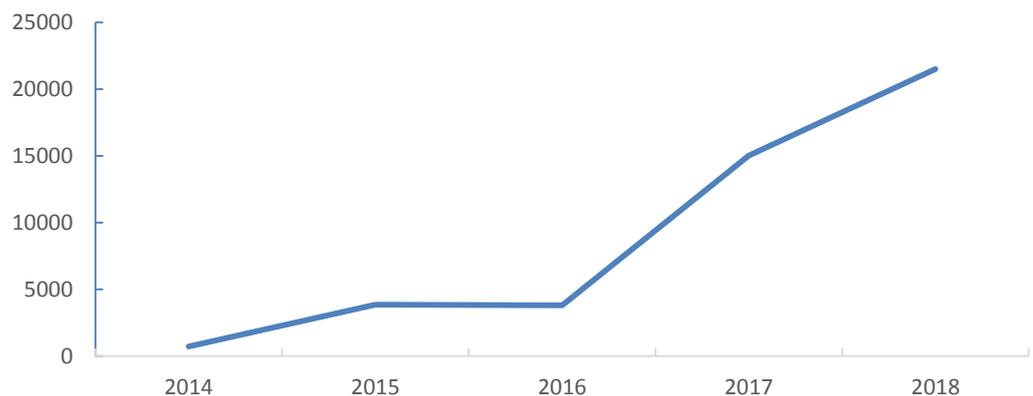
图 3: 低品位废杂铜冶炼过程中环保压力极大



资料来源:《废杂铜冶炼过程中污染物迁移转化规律研究》长城证券研究所

**公司建立长三角废铜回收体系，废铜回收量获保障：**国内废铜按来源可以分为两类：一类是铜材生产过程中产生的废铜，此类废铜大部分被加工企业回炉再利用；另一类是拆解废旧物品回收的废铜，此类废铜主要问题在于收集困难，运输成本较高，且回收环保压力大，目前废铜回收主要以该类为主。为解决废铜收集难的问题，公司充分利用个体户与非正规小企业的回收资源，在铜消费发达的长三角建立完善的废铜回收体系，保障废铜供应量。由于该业务模式特殊，需要公司代开发票，当地政府以政府补助的方式进行“税收返还”，自 2017 年以来该类政府补助显著增长，由此可以印证公司废铜供应量在顶立科技设计的回收生产线投产后大幅提升。

图 4: 计入当期损益的政府补助 (万)

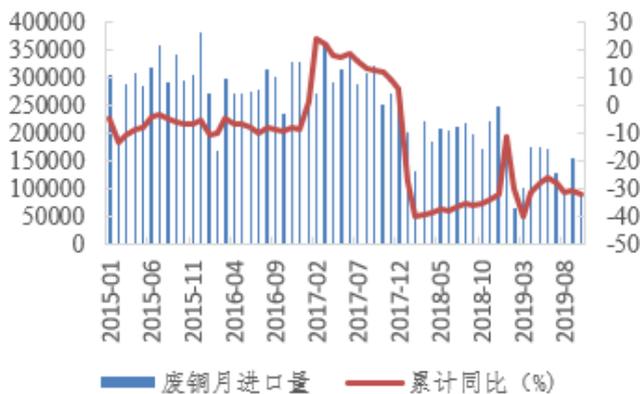


资料来源: 长城证券研究所

**废铜进口量有所下滑，但废铜进口金属量保持稳定：**自 2018 年起废铜进口政策趋严，废铜进口量明显下降，2018 年年度废铜进口量 244 万吨，同比下滑达 31.5%。废铜进口主要体现在“废七类”进口量的下滑：2018 年“废七类”进口量由前一年的 300 万吨减少

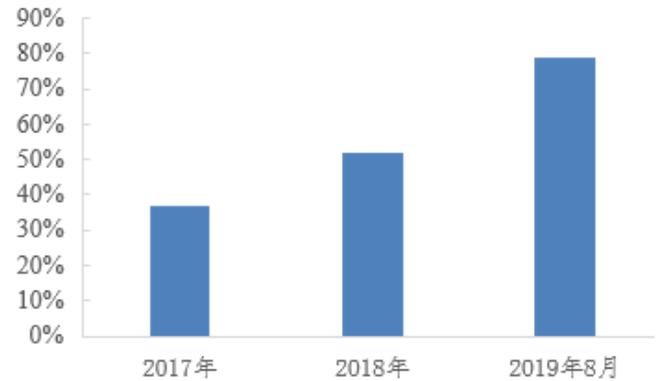
至 100 万吨，同比下滑 66.7%。但由于“废七类”2019 年初彻底禁止进口，部分拆解企业将业务转移至日本、东南亚等地，将当地“废七类”拆解为“废六类”流入国内，推动进口平均铜品位显著上升：据海关统计 2019 年 1-8 月废铜进口平均品位达到 78.88%，较 2018 年的 51.62% 大幅抬升，实际上废铜进口品位的抬升对冲了废铜进口量的下滑，废铜进口金属量稳中有升。凭借自有的废铜回收体系以及海外进口废铜，公司新废铜回收业务生产线不虞原料短缺，投产后有望进一步加强公司成本优势。

图 5: 废铜进口量自政策收紧后出现明显下降



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 6: 废铜进口平均品位显著上升



资料来源: WIND 长城证券研究所

### 1.3 铜板带行业整合加速 静待航母级龙头诞生

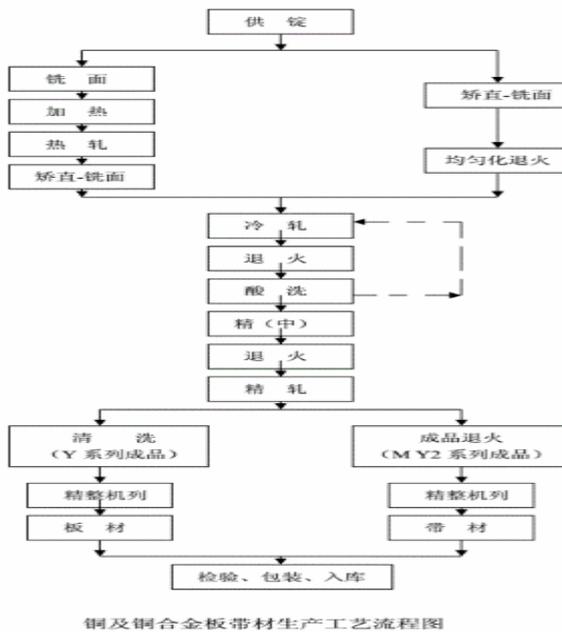
**铜板带加工费处于铜加工领域较高水平:** 在铜加工领域中，铜板带行业具有工艺流程长、产品工艺多、附加值高、产品偏个性化的特点，因此整体加工费在铜加工领域处于较高水平，与铜管基本持平，远高于铜杆与铜棒行业。2019 年国内紫铜带加工费基本保持在 4000-7000 元/吨，处于近年来较高水平，因此公司作为铜板带行业龙头，凭借技术优势与产能优势能够保持相对较高的毛利率。

图 7: 紫铜材加工费情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

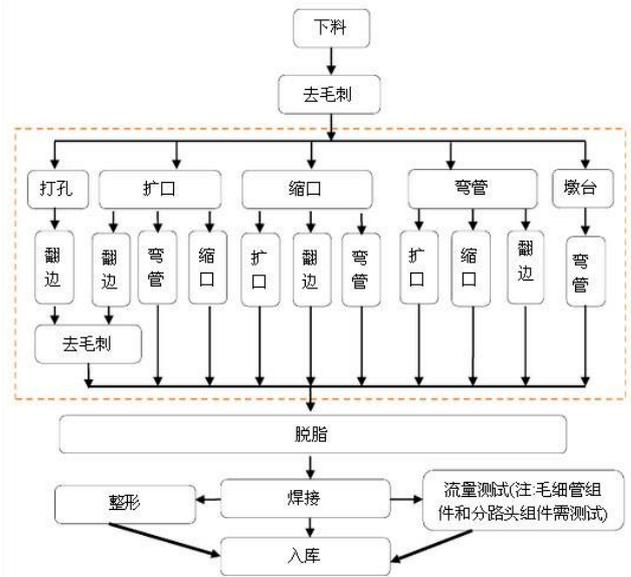
图 8: 铜板带加工工艺流程



铜及铜合金板带材生产工艺流程图

资料来源: 上海有色网 长城证券研究所

图 9: 铜管加工工艺流程



资料来源: 上海有色网 长城证券研究所

**下游客户集中度低 定制化生产保障客户黏性:** 公司铜板带产品广泛运用于水暖、高铁护套、五金、电器、电子、汽车配件等领域, 下游客户呈显著分散格局, 2018 年公司前五大客户销售占比仅为 11.70%, 第一大客户仅占 3.61%。下游客户分散提升了公司谈判议价能力, 同时降低了公司对单一客户的依赖程度, 提升公司抗风险能力。同时板带材定制化要求高, 客户黏性较强。

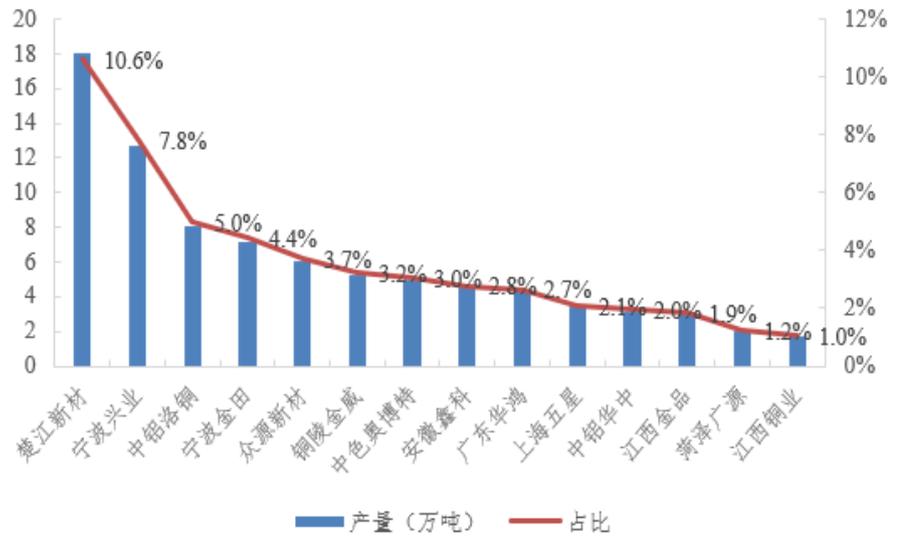
表 4: 2018 年铜加工企业下游前五大客户占比

	楚江新材 (铜板带)	海亮股份 (铜管)	博威合金 (铜棒)
第一名	3.61%	9.21%	-
第二名	2.98%	5.27%	-
第三名	2.08%	3.40%	-
第四名	1.66%	2.43%	-
第五名	1.37%	2.24%	-
合计	11.70%	22.55%	20.11%

资料来源: 公司公告 长城证券研究所

**铜板带行业仍处于红海, 静待航母级龙头企业孕育:** 根据安泰科数据, 2018 年我国铜板带前 20 大生产商总产能 172.3 万吨, 占行业 33.05%, 同比提升 1.15 个百分点; 前 20 大生产商总产量 155.5 万吨, 占行业 37.25%, 同比提升 2.59 个百分点。虽然随着近年来环保监管趋严以及行业落后产能淘汰, 铜板带企业已由 300 余家减少至约 100 家, 头部企业集中度有一定程度提升, 但相对于其他铜加工行业而言铜板带行业格局仍然较为分散, 至今尚未孵化出航母级别的龙头企业, 行业仍处于整合过程中。在如此环境下, 公司作为铜板带行业领头羊, 有望凭借品牌、技术及资金优势逐步提升市占率, 向统治级别的龙头企业迈进。

图 10: 2018 年国内铜板带企业产量



资料来源: 公司官网 长城证券研究所

**铜板带市场规模较铜管更庞大，公司未来成长空间充足：**根据国内铜材产量及均价粗略测算，国内铜板带市场规模达到 1800-2000 亿，与铜管市场的 1500-1600 亿相比更加庞大，以公司 2018 年 65 亿铜板带收入规模来看成长空间充足。而且鉴于铜板带下游客户分散度远高于铜管行业，且黏度更强，当公司成长为海亮股份级别的行业龙头时（铜管市占率 20%），公司有望彰显更强实力。

## 2. 天鸟高新碳纤维预制件龙头 募投项目为公司打破发展瓶颈

### 2.1 募投项目顺利启动 天鸟高新迎来新发展

2018年12月，公司通过股权支付及现金支付结合的方式，作价10.62亿元收购新材料制造企业江苏天鸟高新90%的股份。天鸟高新是国内碳纤维三维预制件研发与生产龙头企业，技术及产能处于国内领先地位。天鸟高新的主营业务为碳纤维预制件、特种纤维布的研发、生产和销售，销售额中预制件类占80%，纤维布类占20%。

目前，天鸟高新拥有预制件类产能256吨，特种纤维布156.2吨，碳纤维预浸布150万平方米（主要作为预制件配套）。

**表 5: 天鸟高新产品及应用领域**

类别	公司产品	加工后应用领域
特种纤维预制件类	特种纤维异形预制件	火箭发动机喉衬、导弹头锥、航天器热结构部件
	碳纤维刹车预制件	飞机碳刹车盘、高铁碳刹车盘（目前尚未应用）、汽车碳刹车盘
	碳纤维热场预制件	半导体材料和太阳能光伏热处理设备
特种纤维布类	碳纤维布、碳纤维预浸布	建筑补强材料、飞机机翼、羽毛球拍等高强度领域

资料来源：公司公告 长城证券研究所

**配套资金募集完毕，募投项目业已启动：**2019年6月19日，公司向汤优钢、阙新华、北京国发航空发动机产业投资基金中心、国家军民融合产业投资基金发行1.36亿股，共募集7.475亿元用于天鸟高新交易相关费用以及配套募投项目，涉及碳纤维预制件产能1130吨，较目前的256吨产能相比提升显著。随着募投资金到位，各项目均已启动建设，预计2021年实现投产并实现部分利润，2022年全部达产。

**表 6: 募投配套资金项目**

募投项目	投资额	预计产能
飞机碳刹车预制件技术改造项目	总投资2.13亿元，拟使用募集资金1.92亿元	年产能480吨，营业收入3.12亿，净利润1亿
碳纤维热场预制件产业化项目	投资2.4亿元，拟使用募集资金2.26亿元	年产能650吨，营业收入2.8亿，净利润0.7亿
江苏省碳纤维织物工程技术中心项目	总投资0.3亿元，拟使用募集资金0.29亿元	-

资料来源：公司公告 长城证券研究所

**公司订单充足，新产能有望顺利消化：**目前国内航空及军工新材料领域发展迅速，作为国内碳纤维三维预制件龙头，公司订单量充足，碳纤维预制件生产线产能超负荷运转，已成为公司业绩瓶颈，为满足预制件订单顺利完成，部分碳纤维预浸布业务产能甚至已用作预制件业务配套生产。因此，在充足订单的支撑下，公司本次募投资产能有望顺利得到消化，转化为有效产能。

**天鸟高新业绩大幅增长，业绩承诺预计顺利兑现：**为提升并购安全垫，原天鸟高新大股东承诺 2018-2021 年公司扣非净利润分别不低于 6000/8000/10000/10000 万元，否则将以现金或股票的方式进行相应补偿。2018 年公司实现扣非净利润 6159.75 万元，顺利完成当年业绩承诺；2019 年前三季度公司实现净利润 5927 万元，较 2018 年同期增长 38.07%，鉴于军工企业年末业绩普遍优于上半年，2018 年天鸟高新也于四季度业绩放量，预计公司今年 8000 万元扣非后净利润的业绩承诺将顺利兑现。

表 7: 天鸟高新业绩承诺

年度	2018 年	2019 年	2020 年
承诺净利润	扣非后不低于 6,000 万元	扣非后不低于 8,000 万元	扣非后不低于 10,000 万元
实际净利润	6159.75 万	5927 万（前三季度）	

资料来源：公司公告 长城证券研究所

## 2.2 强军政策提升军工景气度 十三五后期军工材料企业迎业绩拐点

**强军政策为我国军工行业带来高景气度：**2017 年“习近平强军思想”写入党章，并强调力争到 2025 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队；此后关于军企改制、军民融合的政策不断涌现，为军工行业带来了重大发展机遇。我国最新公布的 2019 年国防预算数字为 11899 亿元，相比 2018 年增速为 7.5%，军费支出水平稳居全球第二，装备费占比达 41.1%，占军费比例逐年扩大，国家坚定不移地走特色强军之路将为我国军工行业带来高景气度。

图 11: 近年我国国防预算支出及军费支出占 GDP 比重



资料来源：WIND 中国军网 长城证券研究所

图 12: 近年来武器装备军费支出额及占总军费比重



资料来源：WIND 中国军网 长城证券研究所

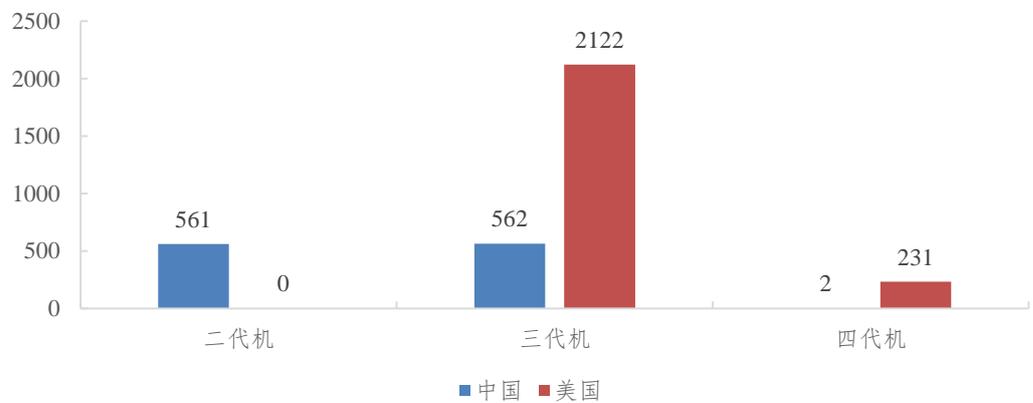
**高精尖武器装备加速研发及列装 拉动上游高端军工材料需求：**为实现人民军队现代化这一目标，国家大力推动高精尖武器装备研发，武器装备军费支出逐年增加，近年来如东风-41 洲际导弹、歼-20 等高端军品已顺利量产并列装。随着武器装备逐步升级换代，上游高端军品材料需求也逐渐增长：以军机领域为例，二代歼-8 战机中仅采用 3% 的钛合金与碳纤维材料，而四代歼-20 战机中该比例达到 62%。目前我军列装歼击机（战斗机中的一种）中仍有一半是二代机型，随着 3.5 代与 4 代军机淘汰替换老旧机型，高端军品材料需求有望迎来爆发。

表 8: 中美军机高端材料占比

	类型 (美标)	钛合金比例 (%)	碳纤维材料比例 (%)	合计比例	
美国	F-14	三代战斗机	24	1	25
	F-15	三代战斗机	27	2	29
	F-16	三代战斗机	3	2	5
	F-18	三代战斗机	15	10	25
	F-117/A	三代战斗机/轻型轰炸机	25	40	65
	F-22	四代战斗机	41	24	65
	B-1	战略轰炸机	22	1	23
	B-2	战略轰炸机	26	38	64
	C-17	运输机	9	7	16
	AV-8B	二代垂直起落攻击机	9	26	35
中国	歼 8	二代战斗机	2	1	3
	歼 10	三代战斗机	4	6	10
	歼 11	三代战斗机	15	10	25
	歼 20	四代战斗机	35	27	62

资料来源: 钛在美军工中的应用 西北有色金属研究院 长城证券研究所

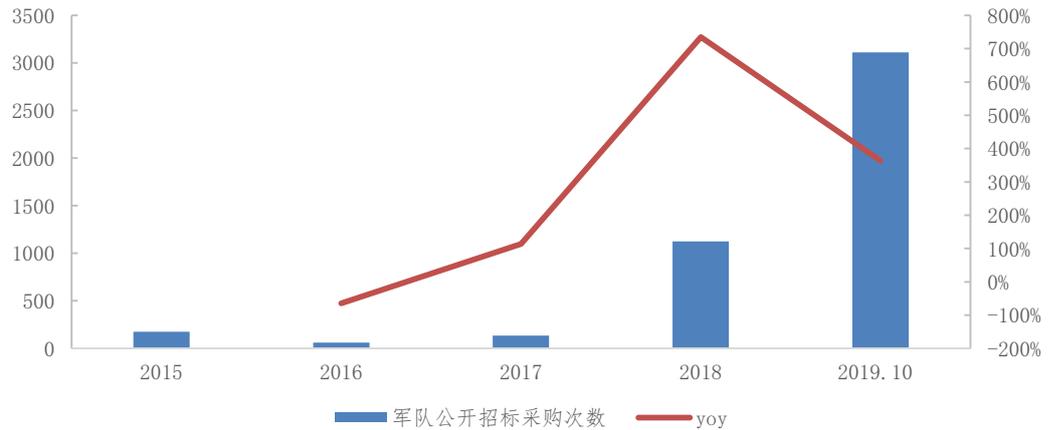
图 13: 中美在役歼击机数量对比



资料来源: World Air Force 2018 长城证券研究所

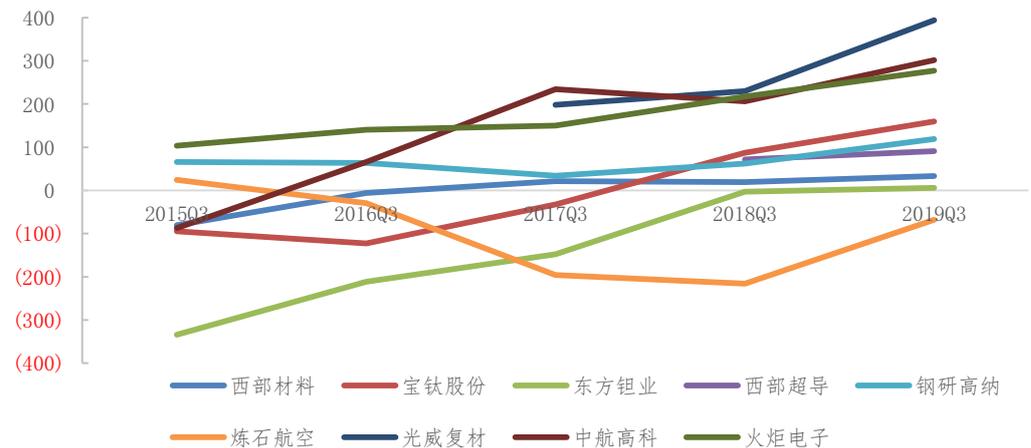
十三五即将收官, 军工订单步入加速期, 行业业绩拐点已现: 自 2016 年军改正式实施以来, 军队公开招标次数迅速增加。十三五规划前两年军队公开招标次数较少, 而 2018 年军队公开招标次数已达 1127 次, 相比于 2017 年 135 次扩大超 7 倍; 2019 年 10 月招标次数已累计达到 3112 次。2020 年是十三五规划的收官年, 我们预计军品采购会进入补偿提速期, 军工订单有望迎来大量释放。军工材料企业处于军工产业链上游, 由于军企生产需要提前进行原料采购, 军工材料业绩放量通常早于军工制造企业。自 2018 年以来军工材料企业业绩呈现明显上涨态势, 行业业绩拐点已然显现, 2020 年业绩增长值得期待。

图 14: 我国军队公开招标采购次数



资料来源: 全军武器装备采购信息网 长城证券研究所

图 15: 军工材料公司扣非后归母净利润情况 (百万)



资料来源: WIND 长城证券研究所

**乘军工行业东风，天鸟高新未来利润有望保持高速增长：**从产品结构来看，天鸟高新刹车预制件与异形预制件基本全部用于航空航天及军工领域，加上军工企业自提供碳纤维原丝的加工业务，2018 年 1-6 月天鸟高新军工及航空航天领域业务收入占比超过 60%，毛利占比达到 76%。军用碳纤维产品由于质量要求高、生产难度大，毛利率较民品相比具有显著优势，随着目前公司军工订单逐渐增加，公司有望乘军工行业东风，保持利润高速增长。

表 9: 天鸟高新收入与利润保持快速增长

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月	2019 年 1-9 月
收入 (万)	14496	17705	23800	13756	
净利润 (万)	2940	3857	6159 (扣非)	3410	5927

资料来源: 公司公告 长城证券研究所

## 2.3 预制件领域优势显著 下游军机及民航市场广阔

公司产品碳纤维刹车盘预制件是制造碳纤维刹车盘的前置材料，碳纤维刹车盘广泛用于军用飞机与民用飞机，与传统粉末冶金刹车盘相比，碳纤维刹车盘具有耐高温、无热龟裂、无热膨胀、无热衰退、比热容大、重量轻和使用起落数高的特点，在高温情况下摩擦阻力显著优于前者。

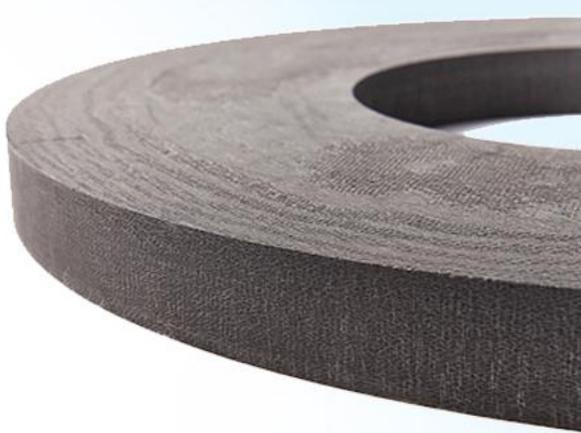
表 10: 碳纤维材料具有多种优势

材料	密度 (g/cm <sup>3</sup> )	拉伸强度 (Mpa)	比强度 (10cm <sup>7</sup> )	拉伸模量 (GPa)	比模量 (10cm <sup>7</sup> )
碳纤维复合材料	1.5	1,700	1.06	128	85
玻璃纤维/聚酯	2	1,500	0.75	42	21
钢	7.8	1,080	0.13	210	27
铝合金	2.8	470	0.17	75	26
钛合金	4.5	1,000	0.21	110	25

资料来源: 公司公告 长城证券研究所

公司特有的立体针刺及三维编织技术保障了公司在碳纤维预制件领域的优势: 公司是国内碳纤维三维预制件龙头, 技术及产能处于领先地位。而国外相比, 国外生产企业主要采用压制工艺进行生产, 由于在压制工艺流程时造成碳纤维原丝不可避免的损伤, 性能远不及公司的预制件。公司产品在性能与使用寿命方面具有领先优势, 使用飞机碳纤维刹车片使用次数可达 1500 次, 而国外只有 600-700 次。

图 16: 碳纤维刹车盘预制件



资料来源: 公司公告 长城证券研究所

图 17: 碳纤维刹车盘



资料来源: 公司公告 长城证券研究所

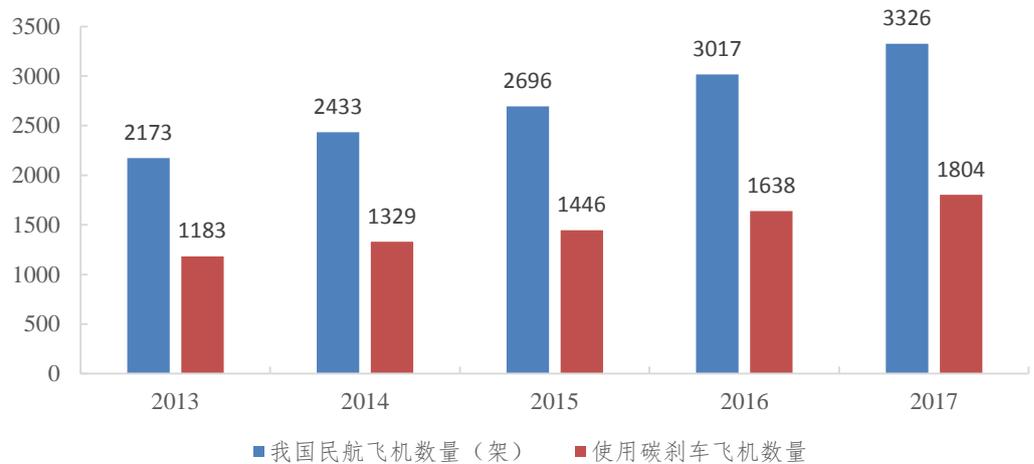
**军用及民用飞机领域碳刹车需求量庞大:** 飞机碳刹车盘是飞机重要(A类)的消耗性部件, 平均使用一年就需要更换, 因此碳纤维刹车盘更新替换市场具有非常大的潜力。军机领域方面, 目前军队新增机型将全部使用碳刹车盘, 原使用粉末冶金刹车盘的部分机型也正逐步改装成碳刹车盘, 以 2018 年 2200 架军机(剔除武装直升机)平均每架使用 100KG 预制件进行测算, 每年碳刹车盘需求达到 220 吨。民用飞机领域, 截止 2017 年国内民航已有 1804 架飞机使用碳刹车盘, 仅民航领域每年碳刹车更替需求即达到 446 吨, 未来随着国产 C919 投产, 国内民航规模逐步扩大, 碳纤维市场有望进一步成长。

表 11: 我国军机数量呈上升态势

	战斗机	特种飞机	加油机	武装直升机	教练机	运输机	军机合计
2014	1454	65		806	352	182	2859
2015	1528	78		801	352	181	2940
2016	1523	84	3	809	352	184	2955
2017	1527	83	3	884	354	185	3036
2018	1624	97	3	902	368	193	3187

资料来源: Flight Global 长城证券研究所

图 18: 国内民航碳刹车市场庞大



资料来源: 公司官网 长城证券研究所

表 12: 国内 2017 年民航飞机碳纤维刹车盘更新替换市场估算

机型	2017 年数量 (架)	每架碳刹车预制件用 量 (件)	平均预制件重量 (kg/ 件)	平均每架预制件用量 (kg)	总需求量 (吨)
A300	6	72	4.5	324	1.94
A319-100	181	36	4.5	162	29.32
A320-200	808	36	4.5	162	130.9
A321-100/200	319	36	4.5	162	51.68
A330-200/300	215	72	5	360	77.4
A380-800	5	144	5.2	748.8	3.74
B747	30	144	6	864	25.92
B757-200	36	72	4.5	324	11.66
B767	12	72	5.5	396	4.75
B777	87	108	6	648	56.38
B787	60	144	5.4	777.6	46.66
EMB-145	16	28	3.5	98	1.57
MA-60	25	36	4.5	162	4.05
其他	4	36	2.8	100.8	0.4
合计	1804				446.37

资料来源: 公司公告 长城证券研究所

## 3. 4 亿回购计划彰显管理层信心 可转债助力公司成长

**股票回购彰显公司股东信心 后续或将启动股权激励计划：**2019年9月10日公司公布股票回购方案，拟在12个月内使用自有资金4-6亿元以集中竞价等方式回购公司股票，回购价格不超过9元/股。本次回购股票主要用于股权激励或员工持股计划、注销以减少注册资本，其中至少2亿元用于股权激励或员工持股计划。截止2019年11月30日，公司已使用1.01亿资金回购1651.6万股，占公司目前总股本1.24%，最高成交价为6.39元/股。回购计划的推出彰显股东对公司未来的信心，也为公司股价形成支撑。计划完成后，公司或将启动新一轮股权激励，为公司发展注入新动力。

**积极借助资本市场 助力公司高速发展：**公司此前分别于2017年、2019年进行两次定增募投，共募集21亿元用于铜加工材、碳纤维预制件及智能热工装备产能扩张。2017年定增募投项目预计将于2019年、2020年分别贡献7.5万吨高精铜板带产能及12万吨铜导体材料产能；2019年定增募投项目业已启动建设，预计最早将于2021年贡献业绩，2022年达产。继2017年、2019年两次定增募投后，公司充分利用各类融资方式，于2019年8月首次启动可转债募投，拟募集18.3亿元用于铜加工材新生产线建设，为公司产能扩张再添新动力，目前可转债发行已进入证监会审核阶段。

**表 13: 楚江新材近期可转债及定增募投项目**

类型	时间	项目	目前进展	募集资金	主要参与者	股价	锁定期
可转债	2019.8.26	年产5万吨高精铜合金带箔材项目	目前尚未过会	18.3 亿元	-	-	-
		年产6万吨高精密度铜合金项目 (二、三期)					
		年产30万吨高精高导铜基材料项目 (一期)					
		年产2万吨高精精密铜合金线材项目					
定增募投	2019.6.21	飞机碳刹车预制件技术改造项目	募投资金到位，项目已启动建设	7.47 亿元	汤优钢、阙新华、北京国发航发产业投资基金、国家军民融合产业投资基金	5.48	12个月
		碳纤维热场预制件项目					
		江苏省碳纤维织物工程技术中心					
定增募投	2017.1.20	铜合金板带升级、产能置换及智能化改造项目	锂电项目已变更为12万吨铜导体材料项目，预计2020-2021年投产。铜板带项目预计2019年底投产	13.53 亿元	鹏华资管、财通基金、张募中、银华基金、天弘基金等	7.33	12个月
		智能热工装备及特种复合材料产业化项目					
		年产1万吨高性能锂电池负极材料项目(原)					

资料来源：公司官网 长城证券研究所

**员工持股计划提升公司凝聚力：**公司迄今为止已完成三期员工持股计划，员工累计持股总数7150.86万股（2017年9月每10股转赠10股），达到公司总股本的5.97%。其中二期2713.7万股已出售，一期与三期部分股票合计3170.21股已解禁，但目前尚未出售。公司通过员工持股，实现利益绑定，为公司未来发展注入活力。

公司第1期员工持股计划原于2019年12月到期，目前已展期至2020年6月22日；公司第2期员工持股计划已于2019年6月结束，2713.7万股均以大宗股票交易的方式转让，未对股价造成冲击；第3期员工持股计划将于2019、2020、2021年分别解禁40%、30%、30%，存续期将于2022年9月到期。第3期员工持股计划附带业绩考核，若2018、2019、2020年公司净利润无法分别达到4亿、5亿、6亿元，次年出售解禁股票的收入仅部分归持有人所有。由于2018年业绩考核顺利通过，第3期员工持股计划的40%股权已解禁，但目前尚无出售公告。

**表 14: 公司员工持股计划**

	时间	复权价格(元)	股数(万股)(调整后)	锁定期	存续期
第1期员工持股计划(展期)	2015.12	5.38	2325.58	3年	4年
第2期员工持股计划(已结束)	2017.7	7.24	2713.7	1年	2年
第3期员工持股计划(40%解禁)	2018.9	3.5	2111.58	1-3年分批	4年

资料来源: 公司公告 长城证券研究所

**表 15: 第3期员工持股计划业绩考核及解禁方案**

2019年(40%)		2020年(30%)		2021年(30%)	
2018年公司净利润不低于4亿元	2018年公司净利润低于4亿元	2019年公司净利润不低于5亿元	2019年公司净利润低于5亿元	2020年公司净利润不低于6亿元	2020年公司净利润低于6亿元
出售当批解禁股票获得的资金归全体持有人	出售当批解禁的50%股票获得的资金归全体持有人, 出售另一半股票资金归公司, 公司以该资金为限返还持有人对应的原始出资和10%资金成本	出售当批解禁股票获得的资金归全体持有人	出售当批解禁的50%股票获得的资金归全体持有人, 出售另一半股票资金归公司, 公司以该资金为限返还持有人对应的原始出资和10%资金成本	出售当批解禁股票获得的资金归全体持有人	出售当批解禁的50%股票获得的资金归全体持有人, 出售另一半股票资金归公司, 公司以该资金为限返还持有人对应的原始出资和10%资金成本

资料来源: 公司公告 长城证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

**表 16: 公司产能梳理 (未计入可转债募投项目)**

	2019 年产能	新增产能项目
铜板带	20 万吨	2019 年底 7.5 万吨产能
导体材料 (铜杆)	23 万吨 (计入鑫海高导)	2020-2021 年 12 万吨产能, 收购鑫海高导 13 万吨产能
铜线	4 万吨	
钢材	17.5 万吨	
高端设备制造	150 套左右	
预制件	256 吨	2021 年 1130 吨产能投产
特种纤维布	156.2 吨	
碳纤维预浸布	150 万平方米	

资料来源: 长城证券研究所

我们预计公司营收有望达到 162/217/236 亿元, 净利润达到 5.02/6.51/7.48 亿, EPS0.38/0.49/0.56 元, 对应 PE16.96/13.08/11.37 倍。

**表 17: 2019-2021 年公司业务拆分**

子业务		2018	2019	2020	2021
铜板带	销量 (万吨)	17.92	21	23.00	25.39
	营收 (亿元)	65.00	76.43	84.97	94.32
铜杆 (导体材料)	销量 (万吨)	9.91	13.3	23.00	24.86
	营收 (亿元)	43.14	57.93	101.11	109.78
铜棒线	销量 (万吨)	3.9	4.465	5.00	5.00
	营收 (亿元)	13.25	15.20	17.12	17.27
钢带、管材	销量 (万吨)	17.07	17.15	16.63	16.46
	营收 (亿元)	7.68	7.90	7.69	7.73
装备制造新材料	销量 (台套)	127	125	130.95	135.00
	营收 (亿元)	1.78	1.81	1.91	1.98
天鸟高新业务	营收 (亿元)	0.13	3.09	3.78	5.29
其他	营收 (亿元)	0.0963	0.1	0.10	0.10
总收入		131.07	162.46	211.14	216.68
YOY			23.95%	29.97%	33.38%
毛利率		7.96%	7.85%	7.75%	8.04%

资料来源: 长城证券研究所

## 4.2 投资建议

公司主营业务铜材料加工处于龙头地位，凭借行业领先的废铜回收技术以及完善的长三角废铜回收体系，公司铜加工材成本优势显著，随着高端新产能逐步投放，公司市占率有望进一步提升，逐步成长为铜加工材航母级龙头；子公司天鸟高新是国内碳纤维预制件龙头企业，国产大飞机 C919 碳纤维刹车盘预制件目前唯一的国内供应商，订单充足，募投项目有望于 2021 年前后投产，公司业绩成长潜力极大；子公司顶立科技是国内智能热工装备龙头，国内 30m<sup>3</sup> 以上超大型尺寸碳纤维复合材料热工装备的唯一供应商，与天鸟高新拥有相同的下游客户，有望产生显著的协同效应。在铜加工、碳纤维预制件、智能装备制造三驾马车推动之下，公司业绩有望迈向新台阶，我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 5 亿、6.51 亿、7.48 亿；对应 EPS0.38 元，0.49 元，0.56 元；对应当前 PE16.96 倍、13.08 倍、11.37 倍，维持“推荐”评级。

## 4.3 风险提示

产能投放不及预期 铜材加工费下滑

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,044.03	13,107.11	16,246.26	21,669.26	23,649.22	<b>成长性</b>					
营业成本	10,393.71	12,063.96	14,970.93	19,989.89	21,747.82	营业收入增长	39.47%	18.68%	23.95%	33.38%	9.14%
销售费用	124.47	138.69	157.59	205.86	234.13	营业成本增长	40.62%	16.07%	24.10%	33.52%	8.79%
管理费用	165.51	164.35	206.33	264.36	297.98	营业利润增长	121.94%	7.63%	21.58%	30.60%	15.70%
研发费用	0.00	400.57	433.78	567.73	612.51	利润总额增长	90.66%	9.68%	22.02%	29.83%	15.18%
财务费用	-19.26	9.89	34.12	28.17	32.75	净利润增长	92.44%	13.30%	22.82%	29.65%	15.02%
其他收益	144.83	213.30	215.30	237.21	246.40	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	-11.37	14.72	10.33	9.15	11.40	毛利率	5.89%	7.96%	7.85%	7.75%	8.04%
营业利润	435.08	468.27	569.31	743.50	860.23	销售净利率	3.94%	3.57%	3.50%	3.43%	3.64%
营业外收支	1.49	10.58	15.01	15.11	13.56	ROE	6.91%	7.95%	9.41%	10.33%	10.62%
利润总额	436.57	478.85	584.31	758.61	873.79	ROIC	14.96%	11.73%	11.17%	11.86%	11.77%
所得税	75.94	69.95	77.42	101.43	117.87	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	0.00	0.31	5.07	6.57	7.56	销售费用/营业收入	1.13%	1.06%	0.97%	0.95%	0.99%
净利润	360.63	408.59	501.82	650.61	748.36	管理费用/营业收入	1.50%	1.25%	1.27%	1.22%	1.26%
<b>资产负债表</b>						研发费用/营业收入	0.00%	3.06%	2.67%	2.62%	2.59%
					( 百万 )	财务费用/营业收入	-0.17%	0.08%	0.21%	0.13%	0.14%
流动资产	3,437.50	3,899.24	4,541.04	5,800.17	5,661.51	投资收益/营业利润	-2.61%	3.14%	1.81%	1.23%	1.33%
货币资金	692.29	808.39	1,002.39	1,336.99	1,459.16	所得税/利润总额	17.40%	14.61%	13.25%	13.37%	13.49%
应收票据及应收账款合计	713.03	980.28	1,073.07	1,625.96	1,462.89	应收账款周转率	22.13	19.96	20.43	20.93	19.77
其他应收款	49.31	124.65	86.98	105.81	96.39	存货周转率	13.54	13.22	13.68	15.42	15.66
存货	919.11	1,063.80	1,311.59	1,498.10	1,522.43	流动资产周转率	3.38	3.57	3.85	4.19	4.13
非流动资产	1,296.93	2,728.38	2,947.33	3,246.49	3,483.17	总资产周转率	2.44	2.31	2.30	2.62	2.60
固定资产	644.34	750.03	855.90	941.44	1,052.13	<b>偿债能力</b>					
资产总计	4,734.43	6,627.62	7,488.36	9,046.66	9,144.68	资产负债率	27.47%	32.06%	28.39%	29.81%	22.39%
流动负债	1,242.63	2,014.79	2,053.06	2,605.97	1,963.97	流动比率	2.77	1.94	2.21	2.23	2.88
短期借款	790.00	1,280.38	1,420.87	1,765.44	960.18	速动比率	2.03	1.41	1.57	1.65	2.11
应付款项	251.98	461.32	364.94	538.98	700.51	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
非流动负债	57.83	109.72	83.77	96.75	90.26	EPS	0.27	0.31	0.38	0.49	0.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	2.57	3.74	4.01	4.74	5.30
负债合计	1,300.46	2,124.51	2,136.83	2,702.71	2,054.23	每股经营现金流	0.09	0.15	0.06	0.02	0.98
股东权益	3,433.97	4,503.11	5,389.20	6,362.78	7,118.70	每股经营现金/EPS	0.34	0.48	0.15	0.05	1.74
股本	1,069.21	1,069.21	1,333.68	1,333.68	1,333.68	<b>估值</b>					
留存收益	2,364.76	3,274.51	4,019.12	4,986.13	5,734.49	PE	23.61	20.62	16.96	13.08	11.37
少数股东权益	0.00	31.33	36.40	42.98	50.53	PEG	1.07	0.91	0.44	0.59	0.50
负债和权益总计	4,734.43	6,627.62	7,526.03	9,065.50	9,172.93	PB	2.48	1.71	1.59	1.35	1.20
<b>现金流量表</b>					( 百万 )	EV/EBITDA	16.33	9.48	12.97	10.23	7.94
经营活动现金流	807.70	179.15	77.77	32.81	1303.70	EV/SALES	0.70	0.39	0.54	0.40	0.33
其中营运资本减少	-720.82	-187.01	-517.26	-732.34	432.40	EV/IC	2.23	1.10	1.56	1.33	1.22
投资活动现金流	-1757.00	-266.08	-369.34	-331.01	-343.52	ROIC/WACC	1.30	1.03	0.98	1.04	1.04
其中资本支出	22.73	262.58	570.00	480.00	490.00	REP	1.72	1.07	1.59	1.28	1.18
融资活动现金流	438.89	173.27	485.57	632.80	-838.02						
净现金总变化	-510.41	86.35	194.00	334.60	122.16						

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>