

## 楚江新材(002171)/国防军工

## 双轮驱动创新引领,内生外延协调发展

**评级: 增持(维持)**

市场价格: 6.16

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

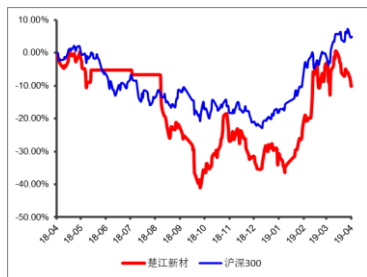
研究助理: 李聪

电话: 010-59013903

Email: licong@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,197.26
流通股本(百万股)	1,053.03
市价(元)	6.16
市值(百万元)	7,375.14
流通市值(百万元)	3,827.15

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1, 相关报告一: 楚江新材三季报点评《双轮驱动发展战略明晰, 积极转型业绩稳健增长》2018.10.24
- 2, 相关报告二: 楚江新材年报点评《双轮驱动发展战略明晰, 业绩大幅增长》2018.4.27
- 3, 相关报告三: 楚江新材研究简报《铜材加工龙头转型升级, 高端装备+新材料积极布局》2017.8.30

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,044.03	13,107.11	14,895.96	17,516.45	20,088.52
增长率 yoy%	39.47%	18.68%	13.65%	17.59%	14.68%
归母净利润(百万元)	360.63	408.59	502.88	607.25	733.66
增长率 yoy%	92.44%	13.30%	23.08%	20.76%	20.82%
每股收益(元)	0.30	0.34	0.42	0.51	0.61
每股现金流量	0.10	0.15	1.14	-0.80	1.46
净资产收益率	10.50%	9.14%	10.29%	9.22%	10.17%
P/E	20.45	18.05	14.67	12.15	10.05
PEG	1.08	0.84	0.38	0.64	0.47
P/B	2.15	1.65	1.51	1.12	1.02

备注:

**投资要点**

- **事件: 公司发布 2018 年年度报告。2018 年实现营业收入 131.07 亿元, 同比增长 18.68%; 实现归母净利润 4.09 亿元, 同比增长 13.3%。基本每股收益 0.386 元/股, 同比增长 14.54%。**
- **业绩稳定增长, 内生和外延协调发展。**公司 2018 年营收与归母净利润增速均超 10%, 业绩增长符合预期; 先进铜基材料研发和制造、军工新材料及其特种装备研发和制造两大业务板块业绩均取得稳步增长, 企业内生和外延协调发展。报告期内, 公司各类产品规模较上年度持续稳定增长, 年度实现金属材料产品总销量 48.80 万吨, 较上年增长 9.39%, 高于行业整体增速, 其中: 铜导体材料增幅在 25% 以上; 精密铜合金线材增幅在 8% 以上; 高精度铜合金板材增幅在 7% 以上。公司 2018 年实现毛利率 7.96%, 同比增长 2.07%, 其中高端装备制造及新材料毛利率为 55.88%。公司 2018 年末存货为 10.64 亿元, 同比减少 3.36%, 2018 年度管理费用同比增长 15.7%, 销售费用同比增长 11.42%。公司坚持先进铜基材料与军工新材料双轮驱动, 以科技创新为引领, 在规模持续增长的同时通过技术升级优化产品结构, 实现业绩稳步增长, 我们预测公司未来仍有较大的发展空间。
- **财务费用增幅加大, 研发支出 16 倍增长。**公司 2018 年财务费用同比增长 151.35%, 主要原因是公司经营规模增长带来流动资金需求增长, 借款利息增加; 以及本期票据贴现金额上升, 贴现利息增加。研发费用同比增长 1607.5%, 主要原因是公司加大对先进铜基材料产业以及高端热工装备和新材料产业的研发投入, 通过大量的新产品、新工艺研究开发、试制, 优化升级产品结构, 研发试制原料耗用增加。2018 年公司子公司顶立科技大力推行新产品新工艺的研发和技术攻关, 主要对金属 3D 打印粉体材料、固废环保处置项目、气垫炉、石墨提纯炉等重点项目进行研制和攻关, 我们认为, 此类产品的研制成功, 将为公司后期经营提供新的利润增长点。
- **并购重组实现民参军跨越式发展。机制创新推动运营管理升级。**2018 年公司完成江苏天鸟高新技术股份有限公司的并购重组项目, 以 10.62 亿元的价格收购天鸟高新 90% 的股权, 向新材料产业转型升级迈出坚实的一步, 天鸟高新顺利完成 2018 年业绩承诺, 实现扣非净利润 6,159.75 万元。公司子公司天鸟高新是国家二级保密单位, 拥有军工资质齐全的民营军工企业, 国家重点军工配套企业, 国家重点高新技术企业。我们认为, 此次并购定能加快公司在新材料板块实现民参军跨越式发展。报告期内, 公司加大管理和机制研发, 逐步形成了具有区域竞争优势的考核激励制度, 同时推出了第三期员工持股计划, 第三期员工持股计划与公司三年发展目标挂钩, 将集团发展和骨干员工的利益结合起来, 形成了长效激励机制。此机制定能为公司长期、可持续发展奠定坚实基础
- **盈利预测及投资建议:** 我们预测公司 2019-2021 年实现收入分别为 148.96/175.16/200.89 亿元, 同比增长 13.65%/17.59%/14.68%; 实现归母净利润 5.03/6.07/7.34 亿元, 同比增长 23.08%/20.67%/20.82%, 对应 19-21 年 EPS 分别为 0.42/0.51/0.61 元。维持“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济政策变化及经济增长放缓风险; 原材料价格波动风险; 技术研发风险; 市场竞争风险。

图表：报表摘要

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	11,044	13,107	14,896	17,516	20,089	货币资金	692	808	919	1,080	2,410
增长率	39.5%	18.7%	13.6%	17.6%	14.7%	应收款项	753	1,097	836	1,439	1,245
营业成本	-10,394	-12,064	-11,158	-13,046	-14,915	存货	919	1,064	708	1,379	1,023
% 销售收入	94.1%	92.0%	74.9%	74.5%	74.2%	其他流动资产	1,073	930	639	1,049	785
毛利	650	1,043	3,738	4,470	5,173	流动资产	3,438	3,899	3,102	4,948	5,464
% 销售收入	5.9%	8.0%	25.1%	25.5%	25.8%	% 总资产	72.6%	58.8%	54.7%	65.7%	67.7%
营业税金及附加	-63	-69	-82	-95	-108	长期投资	25	93	84	85	87
% 销售收入	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	固定资产	644	750	747	741	732
营业费用	-124	-139	-1,758	-2,202	-2,395	% 总资产	13.6%	11.3%	13.2%	9.8%	9.1%
% 销售收入	1.1%	1.1%	11.8%	12.6%	11.9%	无形资产	228	320	319	318	317
管理费用	-166	-164	-1,281	-1,421	-1,754	非流动资产	1,297	2,728	2,572	2,588	2,610
% 销售收入	1.5%	1.3%	8.6%	8.1%	8.7%	% 总资产	27.4%	41.2%	45.3%	34.3%	32.3%
息税前利润 (EBIT)	297	672	617	753	917	资产总计	4,734	6,628	5,674	7,537	8,074
% 销售收入	2.7%	5.1%	4.1%	4.3%	4.6%	短期借款	790	1,280	113	217	0
财务费用	19	-10	15	-13	-25	应付款项	303	549	417	458	577
% 销售收入	-0.2%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%	其他流动负债	149	185	152	162	166
资产减值损失	-11	-24	-9	-12	-8	流动负债	1,243	2,015	682	837	743
公允价值变动收益	-3	4	-16	4	3	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	-11	15	0	0	0	其他长期负债	58	110	71	80	87
% 税前利润	—	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,300	2,125	753	916	830
营业利润	291	657	608	733	887	普通股股东权益	3,434	4,472	4,889	6,589	7,213
营业利润率	2.6%	5.0%	4.1%	4.2%	4.4%	少数股东权益	0	31	31	31	31
营业外收支	1	11	2	1	0	负债股东权益合计	4,734	6,628	5,674	7,537	8,074
税前利润	293	667	610	733	887						
利润率	2.6%	5.1%	4.1%	4.2%	4.4%	比率分析					
所得税	-76	-70	-107	-126	-153		2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	26.0%	10.5%	17.5%	17.2%	17.3%	每股指标					
净利润	361	409	503	607	734	每股收益(元)	0.30	0.34	0.42	0.51	0.61
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股净资产(元)	2.87	3.73	4.08	5.50	6.02
归属于母公司的净利润	361	408	503	607	734	每股经营现金净流(元)	0.10	0.15	1.14	-0.80	1.46
净利率	3.3%	3.1%	3.4%	3.5%	3.7%	每股股利(元)	0.09	0.27	0.06	0.08	0.09
						回报率					
						净资产收益率	10.50%	9.14%	10.29%	9.22%	10.17%
						总资产收益率	7.62%	6.17%	8.86%	8.06%	9.09%
						投入资本收益率	14.73%	11.73%	10.43%	15.46%	13.45%
						增长率					
						营业总收入增长率	39.47%	18.68%	13.65%	17.59%	14.68%
						EBIT增长率	24.50%	145.26%	-11.08%	25.80%	22.30%
						净利润增长率	92.44%	13.30%	23.08%	20.76%	20.82%
						总资产增长率	9.22%	39.99%	-14.39%	32.84%	7.13%
						资产管理能力					
						应收账款周转天数	17.7	20.2	19.2	19.1	19.5
						存货周转天数	26.6	27.2	21.4	21.5	21.5
						应付账款周转天数	6.9	5.9	6.4	6.4	6.2
						固定资产周转天数	20.4	19.1	18.1	15.3	13.2
						偿债能力					
						净负债/股东权益	-0.54%	8.03%	-19.66%	-33.13%	21.15%
						EBIT利息保障倍数	-14.1	67.4	-39.5	57.4	36.5
						资产负债率	27.47%	32.06%	13.27%	12.16%	10.28%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	361	409	503	607	734
加:折旧和摊销	59	66	66	69	72
资产减值准备	11	18	0	0	0
公允价值变动损失	3	-4	-16	4	3
财务费用	-8	-2	-15	13	25
投资收益	11	-15	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	-976	-185	830	-1,646	916
经营活动现金净流	124	179	1,368	-953	1,749
固定资本投资	0	0	-50	-50	-50
投资活动现金净流	-894	-266	-20	-69	-67
股利分配	-107	-322	-75	-91	-110
其他	18	495	-1,162	1,275	-242
筹资活动现金净流	-89	173	-1,238	1,184	-352
现金净流量	-859	86	110	162	1,330

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。