



中航证券金融研究所
分析师: 张超
证券执业证书号: S0640519070001
研究助理: 董俊业
证券执业证书号: S0640118010019
邮箱: dongjy@avicsec.com
电话: 010-59562516

楚江新材 (002171) 2019 半年报点评: 各项业务稳定提升, 期待碳纤维复材腾飞

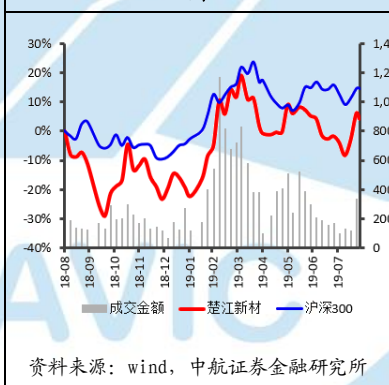
行业分类: 国防军工 2019 年 08 月 26 日

公司投资评级	买入
当前股价 (8.26)	6.23

基础数据

沪深 300	3765.91
总股本 (亿)	13.34
流通 A 股 (亿)	10.53
流通 A 股市值 (亿)	65.60
每股净资产 (元)	3.74
PE	19.95
PB	1.53

近一年公司与沪深 300 走势对比图



- 公司 8 月 26 日披露中报, 公司 2019H1 营业收入 69.72 亿元 (+8.24%), 归母净利 2.21 亿元 (3.67%), 每股收益 0.18 元 (-8.46%)。
- 公司业务分为两大板块: 金属材料加工和军工碳纤维复材及特种装备制造, 期内分别实现销售收入 67.42 亿元和 2.30 亿元, 占总营收比例 96.69% 和 3.31%, 毛利分别为 4.60 亿元和 1.12 亿, 占总毛利比例 80.41% 和 19.59%。其中, 金属材料加工业务营收同比增长 5.94%, 毛利率增长了 0.32 个百分点, 主要由于市场回暖。

金属业务与国民经济同步: 公司金属材料加工业务主要是铜基材料制造, 具体包括高精度铜合金板带、铜导体材料、精密铜合金线材和特种钢材, 期内分别实现销售收入 32.67 亿元、24.29 亿元、6.86 亿元和 3.61 亿元, 均较去年有所增加。其中, 铜导体材料增速最快, 较去年同期增加 3.21 亿元, 同比增长 15.23%, 不过该业务的毛利率偏低, 仅 3.63%。铜基金属材料是国民经济的重要基础性材料, 相关产品被广泛应用于电子、汽车、机械制造、新能源以及国防军工等诸多领域, 行业的增速与国民经济的增速保持同步。

复材业务未来可期: 公司 2018 年底收购江苏天鸟, 进入军工碳纤维复材领域, 主要产品包括飞机碳刹车预制件、碳纤维异形预制件等, 应用于航空航天领域。该子公司 2019-2020 年业绩承诺是扣非净利不低于 0.8 亿元和 1 亿元, 2019 年 H1 碳纤维复材业务实现销售收入 1.38 亿元, 毛利 0.58 亿元, 毛利率 42.20%。2018 年, 江苏天鸟实现扣非净利 0.62 亿元, 超额完成业绩承诺。高性能纤维复材是我国国防建设不可或缺的战略新材料, 是我国重点发展的关键战略材料。随着我国航空和航天产业加速发展, 公司相关碳纤维复材产品, 例如飞机碳刹车预制件等, 有望迎来爆发式增长。

装备业务发展稳定: 公司装备产品主要是超大型、超高温、全自动的特种热处理设备, 用于制备碳基、陶瓷基复合材料及其粉末冶金材料等, 已经解决了多项国内“卡脖子”难题, 为中国的大卫星、大飞机、高铁事业做出了贡献。期内, 公司装备制造业务形成销售收入 0.93 亿元, 同比增长

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 0755-83692635
传真: 0755-83688539

20.79%，毛利 0.54 亿元，毛利率 58.02%。公司是国内唯一具有碳及碳化硅复合材料热工装备、高端真空热处理系列装备、粉末冶金系列热工装备三大系列且均保持领先的高端热工装备企业，未来有望受益于相关材料产业的发展。

技术升级，产品结构优化：公司是国内铜基材料加工行业的龙头企业，其中高精度铜合金板带材产量稳居全国第一，全球市场空间巨大。为了进一步将业务向高附加值的军工行业延伸，公司先后收购了顶立科技和江苏天鸟，并于 2019 年 6 月定向增发，引入国家军民融合基金成为其第二大股东，助推军工碳纤维复合材料业务发展；2019 年 6 月底，公司披露了第二期员工持股计划完成的公告，进一步提升公司内部凝聚力；7 月，公司发布公告称拟增资鑫海高导，加快其项目升级改造进度，扩大铜导体材料布局；8 月，公司发布可转债预案，拟募资不超过 18.3 亿元，用于投资铜基材料加工项目，进一步提升市占率。借助资本力量，公司有望快速完成技术升级和产品结构优化，未来前景可期。

■ **盈利预测及投资建议：**

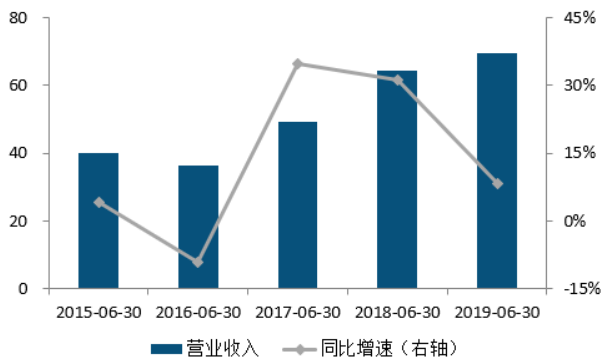
我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 6.29、7.33 和 8.12 亿元，EPS 分别为 0.47、0.55 和 0.61 元，对应当前股价的估值分别为 13、11 和 10 倍。参考同行业上市公司，我们给予公司 2019 年 20 倍 PE 估值，对应目标价格 9.4 元。

■ **风险提示：**

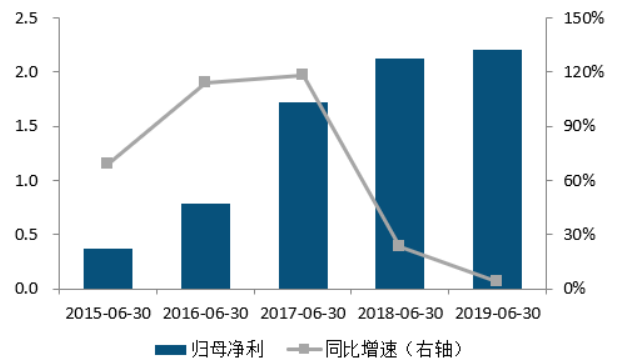
铜材需求不及预期；铜价大幅震荡；复材产能不及预期；

单位/百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11044.03	13107.11	15925.13	18329.83	20177.48
增长率 (%)	39.47%	18.68%	21.50%	15.10%	10.08%
归属母公司股东净利润	360.63	408.59	628.72	732.23	810.94
增长率 (%)	92.44%	13.30%	53.87%	16.46%	10.75%
每股收益 (元)	0.34	0.34	0.47	0.55	0.61
PE	20	18	13	11	10

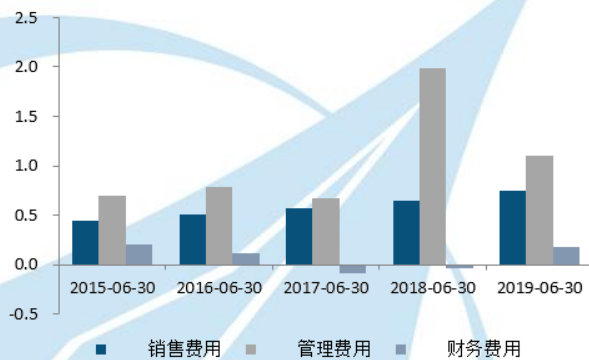
资料来源：wind，中航证券金融研究所

公司主要财务数据
图 1: 公司 2019 年 H1 营收 (亿元) 及增速 (%)


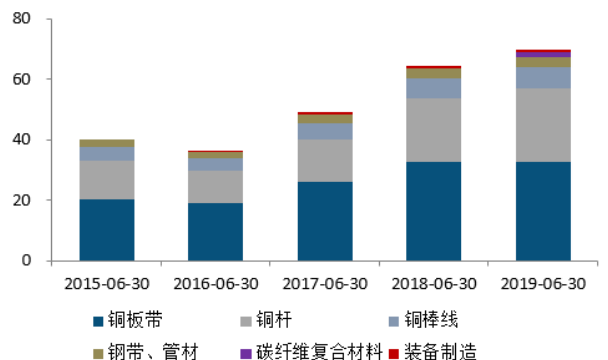
数据来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司 2019 年 H1 归母净利润 (亿元) 及增速 (%)


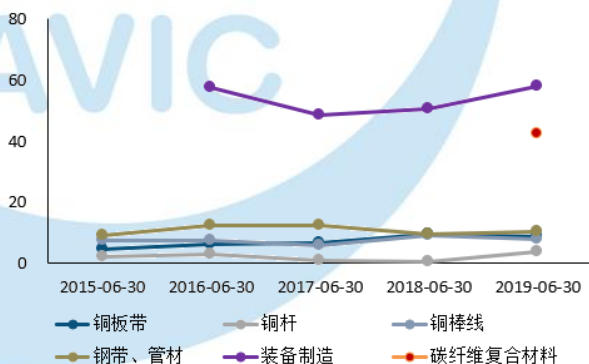
数据来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司 2019 年 H1 三费情况 (亿元)


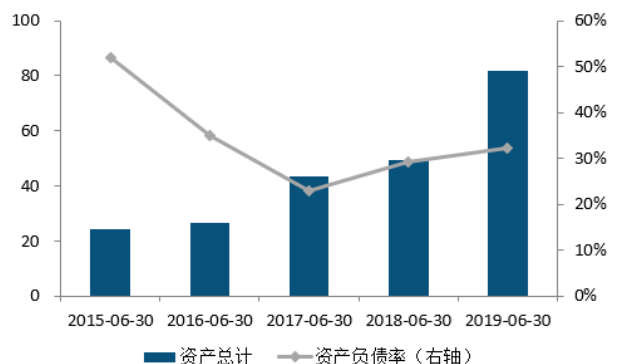
数据来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

图 4: 公司 2014-2018 年 H1 业务构成 (亿元)


数据来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

图 5: 公司 2014-2018 年 H1 业务毛利率 (%)


数据来源: wind, 中航证券金融研究所

图 6: 公司总资产 (亿元) 及资产负债率 (%)


数据来源: wind, 中航证券金融研究所

报表预测 (单位: 百万元)						
利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	23480.02	22217.29	13107.11	15925.13	18329.83	20177.48
减: 营业成本	19284.08	17883.39	12063.96	14651.12	16863.44	18563.28
营业税金及附加	30.68	43.36	68.59	83.34	95.93	105.60
销售费用	205.31	219.13	138.69	207.03	238.29	262.31
管理费用	2102.66	2222.45	164.35	239.27	268.17	289.86
财务费用	966.91	821.38	9.89	-0.92	-1.38	-1.75
资产减值损失	130.86	123.62	23.62	25.00	25.00	25.00
加: 投资收益	300.95	84.03	14.72	5.00	5.00	5.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	3.98	3.98	3.98	3.98
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1060.48	987.97	468.27	729.27	849.37	942.16
加: 其他非经营损益	253.53	177.22	10.58	7.56	8.78	8.23
利润总额	1314.02	1165.19	478.85	736.83	858.14	950.39
减: 所得税	238.15	249.19	69.95	107.63	125.35	138.82
净利润	1075.87	916.00	408.91	629.21	732.80	811.57
减: 少数股东损益	42.53	25.30	0.31	0.48	0.56	0.62
归属母公司股东净利润	1033.34	890.70	408.59	628.72	732.23	810.94
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	9015.69	5932.51	808.39	1911.02	2199.58	2421.30
应收和预付款项	6599.81	9055.65	1338.53	1626.18	1871.74	2060.41
存货	11253.82	12163.49	1063.80	1296.05	1490.29	1641.13
其他流动资产	47.60	75.71	688.52	812.68	934.14	1027.42
长期股权投资	1258.75	1181.00	77.59	82.59	87.59	92.59
投资性房地产	80.55	76.15	4.87	3.39	3.68	3.74
固定资产和在建工程	15722.37	17042.80	946.08	939.33	931.61	922.70
无形资产和开发支出	2304.60	2322.77	1451.90	1424.07	1396.25	1368.42
其他非流动资产	1334.36	1495.33	247.94	249.75	251.56	253.36
资产总计	47617.54	49345.41	6627.62	8345.05	9166.42	9791.06
短期借款	9739.50	10507.66	1280.38	2361.89	2525.99	2476.99
应付和预收款项	12135.46	12225.48	443.72	538.97	620.36	682.89
长期借款	6213.20	5192.24	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1304.53	2538.93	400.41	322.35	400.36	460.62
负债合计	29392.69	30464.32	2124.51	3223.21	3546.71	3620.50
股本	1948.72	1948.72	1197.26	1333.67	1333.67	1333.67
资本公积	9847.27	9861.62	2202.01	2202.01	2202.01	2202.01
留存收益	3314.79	3893.69	1072.49	1554.34	2051.65	2601.87
归属母公司股东权益	15060.59	15611.88	4471.77	5090.02	5587.33	6137.55
少数股东权益	3164.26	3269.21	31.33	31.82	32.38	33.01
股东权益合计	18224.85	18881.09	4503.11	5121.84	5619.71	6170.56
负债和股东权益合计	47617.54	49345.41	6627.62	8345.05	9166.42	9791.06
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流净额	2939.59	-1923.92	179.15	77.77	424.79	595.87
投资性现金流净额	-2194.50	-2133.77	-266.08	-65.10	-84.80	-84.18
筹资性现金流净额	1806.15	974.92	173.27	1089.95	-51.43	-289.97
现金流量净额	2584.42	-3065.91	92.70	1102.62	288.56	221.72

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。