

2020年03月07日

楚江新材 (002171.SZ)

铜加工隐形冠军，军工布局长远

■铜加工行业龙头，募投项目加速新产能释放

根据投资者关系记录，公司围绕“高质量发展、做行业龙头”的战略目标，实施“2331”计划即复合增长率20%以上，主导产品铜板带市占率25-30%以上，3大战略产业率先突破、全面领先，1个产业争做全球第一。目前铜板带、铜合金线材、碳纤维预制件及高端热工装备已在国内处于龙头地位。

公司深耕铜加工领域多年，根据年报，目前公司铜板带产量国内第一，全球第二，国内市占率达10.32%，相较全球第一20万吨的产量，2019年公司实现19.5万吨，预计2020年23万吨左右，实现全球第一，其中广东清远（3.5万吨）、安徽芜湖（4万吨）新建产能预计2020年初投产，2021年达产。铜板带行业由于定制化产品特征，更加看重企业资金周转能力和运营效率，低毛利高周转，而公司采用订单制生产，且对每个客户的需求标准建立相应的档案，因此能够做到产能利用率达到100%，产销率100%，考虑产能爬坡以及订单增多，产能释放有保障。而铜导体板块中，鑫海高导现有导体材料年生产能力超10万吨，下游直接客户主要为新能源汽车，汽车线束，5G导体等，此外楚江电材正在建设12万吨铜导体项目，预计2020年也会进入投产。根据投资者关系记录，2020年公司提出6个亿的利润目标。

根据可转债预案，公司拟发行可转债募资不超过18.3亿元，将新增7.5万吨铜板带产能（芜湖4万吨、清远3.5万吨）、30万吨铜导线、2万吨铜合金线材产能，逐步完成公司以中高端产品为主的产品结构调整，进一步提高公司市场占有率和产品附加值。同时，对铜加工厂商来说，实现规模效应，意味着更低的成本、更高利润空间以及更可靠的产品质量。

■龙头地位优势凸显，行业进一步整合空间较大

根据公司2018年报及中国有色金属加工协会，目前国内铜板带国内铜板带制造企业有近百家，产量共计约187万吨，前10家规模以上企业产量约73.1万吨，占全国总产量的39.09%，行业集中度较低。在产品升级（大卷重、高精度、高性能）的大趋势下，小企业面临发展的压力越来越大。铜板带产品特点是个性化较强（规格多、品种多、牌号多），多为定制化产品，需要拥有强大的营销能力和基础客户资源，其行业门槛较高；同时，其加工工艺长，客户粘性强、客户相对分散，用途也更广，龙头企业相对稳定。

公司快报

证券研究报告

国防军工

投资评级 **买入-A**

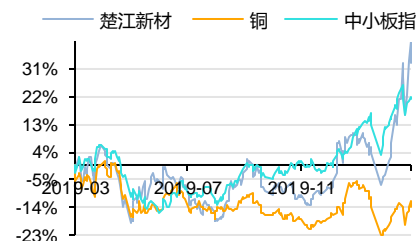
维持评级

6个月目标价：**11元**
 股价（2020-03-06）**8.97元**

交易数据

| | |
|-----------|------------|
| 总市值(百万元) | 11,963.00 |
| 流通市值(百万元) | 9,616.07 |
| 总股本(百万股) | 1,333.67 |
| 流通股本(百万股) | 1,072.03 |
| 12个月价格区间 | 5.49/9.44元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 30.22 | 22.54 | 30.67 |
| 绝对收益 | 38.21 | 42.83 | 51.26 |

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

张傲

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517120004
zhangao@essence.com.cn

相关报告

楚江新材：低估值的军工新材料标的/冯福章 2019-06-11

长期看好公司行业整合及产能升级后可能带来的量价齐升趋势。目前行业在新一轮的产品升级过程中，小企业在不断的退出，国外企业在中国的优势也不明显。虽然大企业和小企业在较长时期内会共存的，但头部企业会逐步在全国乃至全球范围内进一步集中的趋势愈加明显。目前铜管的行业集中度很高，如海亮、金龙，而公司作为国内铜板带行业的龙头企业，会主动推动行业间的整合，根据 2018 年年报，目标是实现 25-30% 份额。目前铜板带行业盈利水平处于中低水平，目前净利率仅 3% 左右，预计未来随着行业集中度的提升，产品的量价将会达到量价同升的状态，公司的毛利水平也会得到显著的提升。

■天鸟高新高性能纤维预制件保持高速发展，未来市场可期

公司持有 90% 股权的子公司天鸟高新是高性能纤维复材预制件行业领导者，以军品为主，其中异性预制件产品应用在天线罩、尾喷管、喉衬等，无直接竞争对手，直接受益于导弹、火箭等型号批产；其是国内为数不多产业化生产飞机碳刹车预制件的企业，在军机刹车盘预制件上占有绝对份额，并应用在主流民机上（A320/321/330 等），且是 C919 碳刹车预制件的供应商。天鸟目前主要是产能问题，根据 2019 年 6 月购买资产报告书，募投项目涉及碳纤维预制件产能扩张 1130 吨，相较目前 256 吨产能显著提升，有助于公司进一步规模扩张，预计 2020 年将释放部分产能，2021 年建成投产。考虑到军品异形预制件受益于导弹火箭等型号批产上量、碳刹车向民用飞机和汽车高铁应用、以及光伏热场预制体的批量化，2019、2020 年业绩承诺分别为 8000、10000 万元，预计业绩承诺完成无忧。

■投资建议：公司是低估值的军工新材料标的，作为铜基材料加工龙头，通过可转债募资等方式不断加速拓展铜板带和铜导体等业务以提升市场份额，并依托在热加工装备和高性能纤维复材预制件的核心技术优势，考虑军品上量并进一步拓展热场材料、高铁碳刹车预制件等军民新材料业务，存在业绩弹性。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 4.62、6.01、7.16 亿元，对应估值分别为 22、21、18 倍。目前公司已达到此前 110 亿目标市值，考虑跨年估值切换及公司业绩增长，因此上调目标价至 11 元，维持“买入-A”评级。

■风险提示：新材料业务拓展不及预期；传统主业整合低于预期；产能扩张不及预期

| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入 | 11,044.0 | 13,107.1 | 17,064.4 | 19,621.4 | 22,581.0 |
| 净利润 | 360.6 | 408.6 | 462.0 | 601.2 | 715.5 |
| 每股收益(元) | 0.27 | 0.31 | 0.43 | 0.45 | 0.54 |
| 每股净资产(元) | 2.57 | 3.35 | 4.37 | 5.05 | 5.42 |

| 盈利和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|------|------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 34.9 | 30.8 | 21.8 | 20.9 | 17.6 |

| | | | | | |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市净率(倍) | 3.7 | 2.8 | 2.2 | 1.9 | 1.7 |
| 净利润率 | 3.3% | 3.1% | 2.7% | 3.1% | 3.2% |
| 净资产收益率 | 10.5% | 9.1% | 9.9% | 8.9% | 9.9% |
| 股息收益率 | 0.8% | 0.0% | 1.4% | 1.4% | 1.7% |
| ROIC | 14.7% | 11.7% | 10.3% | 11.5% | 11.4% |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|--------------|--------|--------|--------|----------|--------|
| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 11,044.0 | 13,107.1 | 17,064.4 | 19,621.4 | 22,581.0 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 10,393.7 | 12,064.0 | 15,822.0 | 18,243.7 | 20,955.6 | 营业收入增长率 | 39.5% | 18.7% | 30.2% | 15.0% | 15.1% |
| 营业税费 | 63.1 | 68.6 | 93.9 | 111.8 | 135.5 | 营业利润增长率 | 121.9% | 7.6% | 14.2% | 30.0% | 19.4% |
| 销售费用 | 124.5 | 138.7 | 238.9 | 215.8 | 271.0 | 净利润增长率 | 92.4% | 13.3% | 13.1% | 30.1% | 19.0% |
| 管理费用 | 165.5 | 164.3 | 315.7 | 343.4 | 429.0 | EBITDA 增长率 | 18.4% | 121.4% | 3.7% | 7.3% | 12.3% |
| 财务费用 | -19.3 | 9.9 | 27.9 | -0.6 | -50.9 | EBIT 增长率 | 24.5% | 145.3% | -15.6% | 23.5% | 12.2% |
| 资产减值损失 | 11.4 | 23.6 | 16.6 | 17.2 | 19.1 | NOPLAT 增长率 | 89.3% | 18.9% | 17.8% | 23.5% | 12.2% |
| 加:公允价值变动收益 | -2.7 | 4.0 | -15.7 | 3.7 | 2.8 | 投资资本增长率 | 49.3% | 34.7% | 10.1% | 13.5% | -1.6% |
| 投资和汇兑收益 | -11.4 | 14.7 | 0.9 | 1.4 | 5.7 | 净资产增长率 | 8.0% | 31.1% | 4.3% | 44.0% | 7.4% |
| 营业利润 | 435.1 | 468.3 | 534.6 | 695.1 | 830.0 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 1.5 | 10.6 | 6.0 | 8.3 | 7.2 | 毛利率 | 5.9% | 8.0% | 7.3% | 7.0% | 7.2% |
| 利润总额 | 436.6 | 478.9 | 540.6 | 703.4 | 837.2 | 营业利润率 | 3.9% | 3.6% | 3.1% | 3.5% | 3.7% |
| 减:所得税 | 75.9 | 69.9 | 78.4 | 102.0 | 121.4 | 净利润率 | 3.3% | 3.1% | 2.7% | 3.1% | 3.2% |
| 净利润 | 360.6 | 408.6 | 462.0 | 601.2 | 715.5 | EBITDA/营业收入 | 3.0% | 5.6% | 4.5% | 4.2% | 4.1% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 2.5% | 5.1% | 3.3% | 3.5% | 3.5% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 固定资产周转天数 | 20 | 19 | 18 | 20 | 19 |
| 货币资金 | 692.3 | 808.4 | 1,052.9 | 1,210.6 | 1,393.2 | 流动营业资本周转天数 | 56 | 63 | 49 | 48 | 47 |
| 交易性金融资产 | 14.2 | 34.6 | 18.9 | 22.6 | 25.3 | 流动资产周转天数 | 107 | 101 | 85 | 84 | 83 |
| 应收账款 | 597.2 | 873.5 | 927.7 | 1,197.9 | 1,185.6 | 应收账款周转天数 | 18 | 20 | 19 | 20 | 19 |
| 应收票据 | 155.9 | 223.9 | 221.7 | 290.7 | 298.9 | 存货周转天数 | 27 | 27 | 22 | 22 | 23 |
| 预付账款 | 168.2 | 241.1 | 198.4 | 298.2 | 272.2 | 总资产周转天数 | 148 | 156 | 148 | 144 | 135 |
| 存货 | 919.1 | 1,063.8 | 1,045.8 | 1,386.7 | 1,523.8 | 投资资本周转天数 | 95 | 112 | 104 | 101 | 93 |
| 其他流动资产 | 890.5 | 654.0 | 654.0 | 654.0 | 654.0 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | 10.1 | 10.1 | 10.1 | 10.1 | 10.1 | ROE | 10.5% | 9.1% | 9.9% | 8.9% | 9.9% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 7.6% | 6.2% | 6.3% | 7.2% | 8.4% |
| 长期股权投资 | 12.0 | 77.6 | 284.1 | 284.1 | 284.1 | ROIC | 14.7% | 11.7% | 10.3% | 11.5% | 11.4% |
| 投资性房地产 | 2.9 | 4.9 | 4.9 | 4.9 | 4.9 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 644.3 | 750.0 | 1,002.7 | 1,180.0 | 1,246.1 | 销售费用率 | 1.1% | 1.1% | 1.4% | 1.1% | 1.2% |
| 在建工程 | 26.5 | 196.1 | 278.4 | 191.4 | - | 管理费用率 | 1.5% | 1.3% | 1.9% | 1.8% | 1.9% |
| 无形资产 | 228.0 | 320.0 | 288.1 | 277.5 | 267.0 | 财务费用率 | -0.2% | 0.1% | 0.2% | 0.0% | -0.2% |
| 其他非流动资产 | 373.2 | 1,369.7 | 1,372.9 | 1,372.7 | 1,372.6 | 三费/营业收入 | 2.5% | 2.4% | 3.4% | 2.8% | 2.9% |
| 资产总额 | 4,734.4 | 6,627.6 | 7,360.5 | 8,381.5 | 8,538.0 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 790.0 | 1,280.4 | 1,682.3 | 216.8 | 168.3 | 资产负债率 | 27.5% | 32.1% | 36.2% | 19.3% | 14.9% |
| 应付账款 | 252.0 | 461.3 | 479.2 | 625.5 | 678.4 | 负债权益比 | 37.9% | 47.2% | 56.7% | 23.9% | 17.5% |
| 应付票据 | - | 14.1 | 6.1 | 17.2 | 9.5 | 流动比率 | 2.77 | 1.94 | 1.69 | 4.43 | 4.61 |
| 其他流动负债 | 200.7 | 258.9 | 277.0 | 283.8 | 305.7 | 速动比率 | 2.03 | 1.41 | 1.26 | 3.21 | 3.30 |
| 长期借款 | - | - | 107.3 | 363.2 | - | 利息保障倍数 | -14.11 | 67.40 | 20.15 | -1,091.1 | -15.31 |
| 其他非流动负债 | 57.8 | 109.7 | 110.0 | 110.0 | 110.0 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 1,300.5 | 2,124.5 | 2,661.8 | 1,616.6 | 1,271.9 | DPS(元) | 0.08 | - | 0.13 | 0.14 | 0.16 |
| 少数股东权益 | - | 31.3 | 31.5 | 31.8 | 32.0 | 分红比率 | 29.6% | 0.0% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 股本 | 1,069.2 | 1,197.3 | 1,069.2 | 1,333.7 | 1,333.7 | 股息收益率 | 0.8% | 0.0% | 1.4% | 1.4% | 1.7% |
| 留存收益 | 2,364.8 | 3,274.5 | 3,597.9 | 5,399.5 | 5,900.3 | | | | | | |
| 股东权益 | 3,434.0 | 4,503.1 | 4,698.7 | 6,764.9 | 7,266.1 | | | | | | |

现金流量表

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 业绩和估值指标 | | | | | |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | |
| 净利润 | 360.6 | 408.9 | 462.0 | 601.2 | 715.5 | EPS(元) | 0.27 | 0.31 | 0.43 | 0.45 | 0.54 |
| 加:折旧和摊销 | 59.0 | 65.8 | 196.9 | 120.2 | 135.8 | BVPS(元) | 2.57 | 3.35 | 4.37 | 5.05 | 5.42 |
| 资产减值准备 | 11.4 | 17.7 | - | - | - | PE(X) | 34.9 | 30.8 | 21.8 | 20.9 | 17.6 |
| 公允价值变动损失 | 2.7 | -4.0 | -15.7 | 3.7 | 2.8 | PB(X) | 3.7 | 2.8 | 2.2 | 1.9 | 1.7 |
| 财务费用 | -7.7 | -2.2 | 27.9 | -0.6 | -50.9 | P/FCF | -16.9 | -40.8 | 20.3 | -9.7 | 31.5 |
| 投资损失 | 11.4 | -14.7 | -0.9 | -1.4 | -5.7 | P/S | 1.1 | 1.0 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 少数股东损益 | - | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | EV/EBITDA | 23.5 | 7.9 | 13.9 | 14.4 | 12.1 |
| 营运资金的变动 | -975.9 | -185.3 | 33.7 | -615.5 | -39.8 | CAGR(%) | 18.6% | 20.5% | 34.4% | 18.6% | 20.5% |
| 经营活动产生现金流量 | 123.6 | 179.2 | 704.2 | 107.9 | 758.0 | PEG | 1.9 | 1.5 | 0.6 | 1.1 | 0.9 |
| 投资活动产生现金流量 | -894.2 | -266.1 | -674.3 | -206.0 | 0.1 | ROIC/WACC | 1.5 | 1.2 | 1.1 | 1.2 | 1.2 |
| 融资活动产生现金流量 | -88.5 | 173.3 | 214.6 | 255.9 | -575.5 | REP | 1.5 | 1.0 | 1.9 | 1.7 | 1.7 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

冯福章、张傲声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | | |
|-------|-----|--------------|-------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 潘艳 | 上海区域销售负责人 | 18930060852 | panyan@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 上海区域销售总监 | 13391113930 | houhx@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 上海区域销售总监 | 13901836709 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 李栋 | 上海区域高级销售副总监 | 13917882257 | lidong1@essence.com.cn |
| | 刘恭懿 | 上海区域销售副总监 | 13916816630 | liugy@essence.com.cn |
| | 孙红 | 上海区域销售副总监 | 18221132911 | sunhong1@essence.com.cn |
| | 苏梦 | 上海区域销售经理 | 13162829753 | sumeng@essence.com.cn |
| | 秦紫涵 | 上海区域销售经理 | 15801869965 | qinzhi1@essence.com.cn |
| | 陈盈怡 | 上海区域销售经理 | 13817674050 | chenyy6@essence.com.cn |
| | 王银银 | 上海区域销售经理 | 18217126875 | wangyy4@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 李倩 | 北京基金组主管 | 18500075828 | liqian1@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 北京基金组销售副总监 | 13811978042 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 夏坤 | 北京基金组销售副总监 | 15210845461 | xiakun@essence.com.cn |
| | 曹琰 | 北京基金组销售经理 | 15810388900 | caoyan1@essence.com.cn |
| | 张莹 | 北京保险组主管 | 13901255777 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 姜东亚 | 北京保险组销售副总监 | 13911268326 | jiangdy@essence.com.cn |
| | 张杨 | 北京保险组销售副总监 | 15801879050 | zhangyang4@essence.com.cn |
| | 王帅 | 北京保险组销售经理 | 13581778515 | wangshuai1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 胡珍 | 深圳基金组高级销售副总监 | 13631620111 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 深圳基金组销售副总监 | 13922833856 | fanhq@essence.com.cn |
| | 黎欢 | 深圳基金组销售经理 | 15820484816 | lihuan@essence.com.cn |
| | 聂欣 | 深圳基金组销售经理 | 13540211209 | niexin1@essence.com.cn |
| | 巢莫雯 | 深圳基金组销售经理 | 18682080397 | chaomw@essence.com.cn |
| | 杨萍 | 深圳基金组销售经理 | 13723434033 | yangping1@essence.com.cn |
| | 黄秋琪 | 深圳基金组销售经理 | 13699750501 | huangqq@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034