

# 楚江新材 (002171)

证券研究报告

2020年03月11日

## 新基建带动铜材上行，新材料与半导体设备业务进入拐点

**公司铜材有别传统企业，聚焦新兴领域高毛利部分，产品结构逐年升级**  
公司致力于高精度铜合金板带材、精密铜合金线材和铜导体材料的研发、制造和销售，主要为新型基建领域如，消费电子、汽车电子、新能源电池、光伏能源、汽车线束、LED和轨道交通等行业提供优质的工业材料和服务。公司毛利率以已披露的中报为例，2017、2018、2019年三年中报显示毛利率为6.05%、7.03%、8.2%。此外，公司为铜材加工业务企业，因购入即进行原材料套期保值等操作，受原材料价格波动较弱。

**新能源、5G、IDC、特高压等新基建将推动铜用量逐年上升**  
新基建方向铜材加工难度上升，具备更高毛利率，有望于2020年进入价、量齐升阶段。根据铝道网报道，以新能源汽车为例，2017年国内汽车用铜约71万吨，2020年将增加至94万吨，至2025年汽车用铜预计将增加至132万吨。

**天鸟是我国航空航天唯一碳纤维立体编织企业，产品如大飞机碳刹车盘等**  
天鸟高新主要生产立体编织纤维预制件，主要为石英纤维、芳纶纤维、碳化硅纤维，核心技术为各种纤维的立体成型。纤维成形分为平面成型和立体成型，从平面到立体又可以分为2D、2.5D、3D。公司是国内唯一具备产业化2.5D和3D立体编织预制件的企业，在立体成型领域处于垄断地位，为该行业的独角兽。目前主要产品用在航天航空的火箭、卫星、飞船、空间飞行器，包括主要型号的战略导弹和战术导弹，以及军用飞机的刹车盘。目前国内能够批量供应军用飞机碳刹车盘预制件的只有天鸟。

**子公司顶立是国内唯一具备碳化硅半导体材料热工设备的企业，受益三代半导体国产化发展**

公司在超高温热工装备领域绝对领先，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。此类装备可作为三代半导体碳化硅衬底原材料——高纯石墨粉末的制备设备，是三代半导体原材料国产化的重要设备。三代半导体将作为5G宏基站\小基站、MOSFET晶体管（高端领域替代IGBT，如新能源汽车）、航空航天、消费电子的主要功率半导体器件。根据电子产品世界预测，受益于清洁能源、电动汽车与物联网的发展，预计2022年功率半导体市场规模可达426亿美元

**投资建议：**2019年业绩快报已公布，预计营收170.3亿元，归母净利润4.66亿元。我们认为，随着新基建等方向铜材市场的结构变化与航空、半导体碳材料需求的增加，公司研发投入规模也将随之变化：将20-21年营收增速从上18.03%/17.12%上调至23.5%/20%，营收从174.0/203.8上调为210.3/252.4，2020年净利润从6.09上调为6.10亿元，2021年净利润从7.69下调为7.3亿元，EPS为0.35/0.46/0.55元，PE为26.2/20.0/16.7x，相关材料可比公司2020PE均值（见P2表格）为32.56x，目标价32.56\*0.46=14.98元，维持“买入”评级。

**风险提示：**铜材料价格发生变化，公司碳化硅等材料市场拓展低于预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,044.03	13,107.11	17,028.02	21,030.36	25,237.12
增长率(%)	39.47	18.68	29.91	23.50	20.00
EBITDA(百万元)	331.78	732.28	679.47	862.20	1,025.31
净利润(百万元)	360.63	408.59	465.52	609.52	729.13
增长率(%)	92.44	13.30	13.93	30.93	19.62
EPS(元/股)	0.27	0.31	0.35	0.46	0.55
市盈率(P/E)	33.76	29.80	26.16	19.98	16.70
市净率(P/B)	3.55	2.72	2.47	2.24	2.02
市销率(P/S)	1.10	0.93	0.72	0.58	0.48
EV/EBITDA	23.41	7.86	18.65	14.65	12.26

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	有色金属/工业金属
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.13元
目标价格	14.98元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,333.67
流通A股股本(百万股)	1,080.64
A股总市值(百万元)	12,176.39
流通A股市值(百万元)	9,866.28
每股净资产(元)	4.19
资产负债率(%)	30.61
一年内最高/最低(元)	9.88/5.35

### 作者

<b>李鲁靖</b>	分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
<b>邹润芳</b>	分析师
SAC执业证书编号：S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
<b>杨诚笑</b>	分析师
SAC执业证书编号：S1110517020002	
yangchengxiao@tfzq.com	
<b>许利天</b>	联系人
xulitian@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《楚江新材-半年报点评:业绩小幅增长，新材料业务逐步发力》2019-08-28
- 《楚江新材-年报点评报告:利润持续增长，新材料业务有望带来业绩增量》2019-04-24
- 《楚江新材-季报点评:盈利能力持续提升，继续加强新材料领域布局》2018-10-25



图 1：可比公司估值情况概览

股票代码	股票简称	业务介绍	2020年PE
300395.SZ	菲利华	石英材料及石英纤维制造企业（半导体、军工等领域）	31.12
300699.SZ	光威复材	高性能碳纤维及复合材料研发生产	32.49
603678.SH	火炬电子	MLCC供货商，CASAS-300高性能特种陶瓷材料启动供货	22.38
600862.SH	中航高科	预浸料等航空新材料研发生产商	44.27
<b>PE均值</b>			<b>32.56</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	692.29	808.39	1,055.74	1,303.88	1,564.70
应收票据及应收账款	713.03	980.28	1,148.23	1,188.48	1,545.54
预付账款	168.24	241.10	272.15	304.51	352.44
存货	919.11	1,063.80	1,276.25	1,522.53	1,699.09
其他	944.83	805.68	727.27	817.45	841.87
<b>流动资产合计</b>	<b>3,437.50</b>	<b>3,899.24</b>	<b>4,479.63</b>	<b>5,136.86</b>	<b>6,003.64</b>
长期股权投资	11.97	77.59	10.09	10.09	10.09
固定资产	644.34	750.03	1,007.83	1,109.95	1,186.84
在建工程	26.50	196.06	256.24	235.37	213.76
无形资产	228.01	320.01	324.02	332.37	344.90
其他	386.11	1,384.69	1,310.36	1,335.40	1,367.66
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,296.93</b>	<b>2,728.38</b>	<b>2,908.54</b>	<b>3,023.17</b>	<b>3,123.24</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,734.43</b>	<b>6,627.62</b>	<b>7,388.16</b>	<b>8,160.03</b>	<b>9,126.88</b>
短期借款	790.00	1,280.38	1,644.75	1,885.64	2,117.82
应付票据及应付账款	226.49	186.26	326.99	295.55	336.14
其他	226.14	548.16	372.39	434.73	508.65
<b>流动负债合计</b>	<b>1,242.63</b>	<b>2,014.79</b>	<b>2,344.13</b>	<b>2,615.92</b>	<b>2,962.60</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	57.83	109.72	71.34	79.63	86.90
<b>非流动负债合计</b>	<b>57.83</b>	<b>109.72</b>	<b>71.34</b>	<b>79.63</b>	<b>86.90</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,300.46</b>	<b>2,124.51</b>	<b>2,415.47</b>	<b>2,695.55</b>	<b>3,049.50</b>
少数股东权益	0.00	31.33	33.53	34.75	36.22
股本	1,069.21	1,197.26	1,333.67	1,333.67	1,333.67
资本公积	1,593.94	2,202.01	2,202.01	2,202.01	2,202.01
留存收益	2,364.76	3,274.51	3,605.49	4,096.05	4,707.50
其他	(1,593.94)	(2,202.01)	(2,202.01)	(2,202.01)	(2,202.01)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,433.97</b>	<b>4,503.11</b>	<b>4,972.69</b>	<b>5,464.47</b>	<b>6,077.39</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,734.43</b>	<b>6,627.62</b>	<b>7,388.16</b>	<b>8,160.03</b>	<b>9,126.88</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	360.63	408.91	465.52	609.52	729.13
折旧摊销	59.04	65.78	93.01	110.40	127.19
财务费用	(7.65)	(2.18)	24.17	26.23	24.57
投资损失	11.37	(14.72)	(20.00)	(18.00)	(15.00)
营运资金变动	(967.08)	(187.43)	(279.33)	(390.23)	(512.70)
其它	667.25	(91.21)	(13.51)	4.92	4.23
<b>经营活动现金流</b>	<b>123.56</b>	<b>179.15</b>	<b>269.87</b>	<b>342.83</b>	<b>357.43</b>
资本支出	107.74	1,229.48	453.37	191.71	187.73
长期投资	(0.91)	65.61	(67.50)	0.00	0.00
其他	(1,001.05)	(1,561.18)	(750.46)	(382.10)	(374.28)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(894.22)</b>	<b>(266.08)</b>	<b>(364.59)</b>	<b>(190.39)</b>	<b>(186.54)</b>
债权融资	790.00	1,280.38	1,644.75	1,885.64	2,117.82
股权融资	19.26	726.24	112.23	(26.23)	(24.57)
其他	(897.78)	(1,833.34)	(1,414.92)	(1,763.71)	(2,003.31)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(88.52)</b>	<b>173.27</b>	<b>342.06</b>	<b>95.70</b>	<b>89.94</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(859.18)</b>	<b>86.35</b>	<b>247.34</b>	<b>248.15</b>	<b>260.82</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>11,044.03</b>	<b>13,107.11</b>	<b>17,028.02</b>	<b>21,030.36</b>	<b>25,237.12</b>
营业成本	10,393.71	12,063.96	15,658.30	19,155.13	22,740.83
营业税金及附加	63.09	68.59	90.25	111.46	138.80
营业费用	124.47	138.69	178.79	252.36	353.32
管理费用	164.51	164.35	205.53	273.39	340.70
研发费用	23.46	400.57	297.99	487.90	757.11
财务费用	(19.26)	9.89	24.17	26.23	24.57
资产减值损失	11.42	23.62	15.00	20.00	26.00
公允价值变动收益	(2.67)	3.98	(15.71)	3.69	2.77
投资净收益	(11.37)	14.72	20.00	18.00	15.00
其他	(138.42)	(249.53)	(8.59)	(43.39)	(35.54)
<b>营业利润</b>	<b>435.08</b>	<b>468.27</b>	<b>562.29</b>	<b>725.57</b>	<b>873.55</b>
营业外收入	6.20	16.26	8.20	11.00	11.20
营业外支出	4.71	5.68	15.00	9.50	15.00
<b>利润总额</b>	<b>436.57</b>	<b>478.85</b>	<b>555.49</b>	<b>727.07</b>	<b>869.75</b>
所得税	75.94	69.95	87.77	116.33	139.16
<b>净利润</b>	<b>360.63</b>	<b>408.91</b>	<b>467.72</b>	<b>610.74</b>	<b>730.59</b>
少数股东损益	0.00	0.31	2.20	1.22	1.46
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>360.63</b>	<b>408.59</b>	<b>465.52</b>	<b>609.52</b>	<b>729.13</b>
每股收益(元)	0.27	0.31	0.35	0.46	0.55

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	39.47%	18.68%	29.91%	23.50%	20.00%
营业利润	121.94%	7.63%	20.08%	29.04%	20.39%
归属于母公司净利润	92.44%	13.30%	13.93%	30.93%	19.62%
<b>获利能力</b>					
毛利率	5.89%	7.96%	8.04%	8.92%	9.89%
净利率	3.27%	3.12%	2.73%	2.90%	2.89%
ROE	10.50%	9.14%	9.43%	11.23%	12.07%
ROIC	14.73%	11.73%	10.53%	11.63%	12.81%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.47%	32.06%	32.69%	33.03%	33.41%
净负债率	2.85%	10.48%	11.84%	10.65%	9.10%
流动比率	2.77	1.94	1.91	1.96	2.03
速动比率	2.03	1.41	1.37	1.38	1.45
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	18.09	15.48	16.00	18.00	18.46
存货周转率	13.54	13.22	14.55	15.03	15.67
总资产周转率	2.44	2.31	2.43	2.71	2.92
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.27	0.31	0.35	0.46	0.55
每股经营现金流	0.09	0.13	0.20	0.26	0.27
每股净资产	2.57	3.35	3.70	4.07	4.53
<b>估值比率</b>					
市盈率	33.76	29.80	26.16	19.98	16.70
市净率	3.55	2.72	2.47	2.24	2.02
EV/EBITDA	23.41	7.86	18.65	14.65	12.26
EV/EBIT	28.47	8.64	21.60	16.81	14.00

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com