

中航证券金融研究所

分析师: 张超 (S0640519070001)

研究助理: 董俊业 (S0640118010019)

分析师: 梁晨 (S0640519080001)

邮箱: dongjy@avicsec.com

电话: 010-59562516

楚江新材 (002171) 2019 年报点评:

碳纤维复材提速, 铜加工趋势不改

行业分类: 国防军工

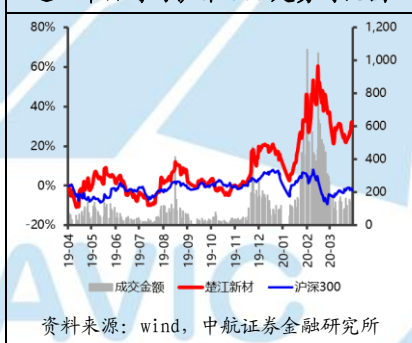
2020 年 04 月 28 日

公司投资评级	买入
当前股价 (2020.04.28)	8.38
目标股价	9.40

基础数据 (2020.04.28)

沪深 300	3849.15
总股本 (亿)	13.34
流通 A 股 (亿)	10.84
流通 A 股市值 (亿)	90.80
每股净资产 (元)	4.11
PE	37.90
PB	2.10

近一年公司与沪深 300 走势对比图



➤ **事件:** 公司 4 月 24 日公告, 2019 年总营收 170.48 亿元 (+30.07%), 归母净利 4.61 亿元 (+12.83%), 扣非归母净利 2.98 亿元 (+38.99%), 毛利率 7.69% (-0.27pcts), 净利率 2.81% (-0.31pct); 2020 年 Q1, 公司总营收 39.01 亿元, 归母净利-0.94 亿元, 扣非归母净利-1.10 亿元。

投资要点

公司主要业务分为两大板块: 金属材料加工和军工碳纤维复材及特种装备制造, 2019 年分别实现销售收入 165.46 亿元和 4.53 亿元, 占总营收比例 97.06% 和 2.66%, 毛利分别为 10.73 亿元和 2.30 亿元, 占总毛利比例 81.85% 和 17.54%。金属材料加工业务期内营收同比增长 28.20%, 军工碳纤维复材及特种装备制造同比增长 137.17%, 由于金属材料与军工碳纤维业务持续增长; 非同一控制下并购天鸟高新、鑫海高导, 公司整体业绩增厚。此外, 公司存货 12.62 亿元, 较去年同期增加 1.98 亿元, 同比增长 18.58%。其中, 在产品 5.73 亿元, 同比增长 20.88%; 库存商品 2.83 亿元, 同比增长 65.48%。随着下游市场需求逐步恢复及交付, 将形成公司营业收入。

金属材料加工业务: 公司 2019 年实现各类金属材料总销量 58.81 万吨, 同比增长 20.51%, 具体包括铜杆、铜板带、铜棒线和钢带及管材, 分别实现销售收入 75.51 亿元、68.30 亿元、14.13 亿元和 7.52 亿元, 相较去年均有所增加。其中, 铜杆业务增收 32.37 亿元, 增幅 75.03%, 是因为鑫海高导 (2019-2022 年业绩承诺净利润依次分 0.4 亿元、0.5 亿元、0.55 亿元及 0.6 亿元) 完成并表。铜杆毛利率 4.01%, 同比增加 1.01pcts, 规模效应初显; 高精度铜板带材产量 19.62 万吨, 国内市占率 10.49%, 全国第一。铜基金属材料是国民经济的重要基础性材料, 相关产品广泛应用于电子、汽车、机械制造、新能源以及国防军工等诸多领域, 市场规模与国民经济的增长基本保持同步。公司近年来持续利用资本市场扩大产能, 延伸产业链, 提升市场占有率及成本控制能力。

军工碳纤维复材及装备制造: 天鸟高新主营碳纤维复材业务, 产品包括飞机碳刹车预制件、碳纤维异形预制件等, 主要应用航空和航天领域。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中

航资本大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59562524

传真: 010-59562637

2019 年营收 3.09 亿元,扣非净利 0.94 亿元,完成当期业绩承诺 117.52%,
2020 年业绩承诺为扣非净利不低于 1 亿元。天鸟高新已完成配套融资,
 将用于《飞机碳刹车预制体扩能建设项目》、《碳纤维热场预制体产业化项目》等,预计 2020 年建成并于 2021 年投产,为持续高增长奠定基础。高性能纤维复材是我国军队建设不可或缺的战略材料,实战化训练及新型装备列装支撑着其下游需求。顶立科技主要经营大型的特种热处理设备,用于制备碳基、陶瓷基复合材料及其粉末冶金材料,期内营收 1.97 亿元,同比增长 5.67%,净利润 0.66 亿元,同比增长 4.62%。

疫情导致 2020 年一季度业绩亏损: 公司 2020 年 Q1 营收 39.01 亿元,同比增长 32.26%,主要是由于“年产 4 万吨紫铜带项目”投产及鑫海高导并表,归母净利为-0.94 亿元,同比下降 230.90%,主要是由于① 疫情导致公司复工及产品交付延迟,同时为了防护疫情导致成本增加,毛利率下降;② 期内铜锌价格下跌,公司计提存货准备 0.78 亿元。

2020 年上半年业绩预测: 根据年报披露,公司 2020 年 1-6 月预计归母净利润 1-1.5 亿元。

2020 年全年经营目标: 根据年报披露,公司 2020 年经营目标是实现营收 219.5 亿元,同比增长 28.75%;归母净利 6.03 亿元,同比增长 30.80%。公司产能规模目标包括:基础材料产量 71.94 万吨(其中精密铜带 23.58 万吨,铜导体 25.66 万吨);实现特种纤维预制件、纤维布类 54 万千克;碳纤维预浸布 65 万平方米;高端装备制造及新材料 110 台套。

■ 盈利预测及投资建议:

我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 6.09 亿元、7.12 亿元和 7.83 亿元,EPS 分别为 0.44、0.52 和 0.57 元,对应当前股价的估值分别为 18X、16X 和 14X。我们维持之前的判断,给予公司目标价格 9.40 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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13107.11	17047.97	21309.97	23440.96	25785.06
增长率(%)	18.68%	30.07%	25.00%	10.00%	10.00%
归属母公司股东净利润	408.59	461.01	589.87	693.62	765.17
增长率(%)	13.30%	12.83%	27.95%	17.59%	10.32%
每股收益(元)	0.34	0.35	0.44	0.52	0.57
PE	18	23	18	16	14

资料来源:wind,中航证券金融研究所

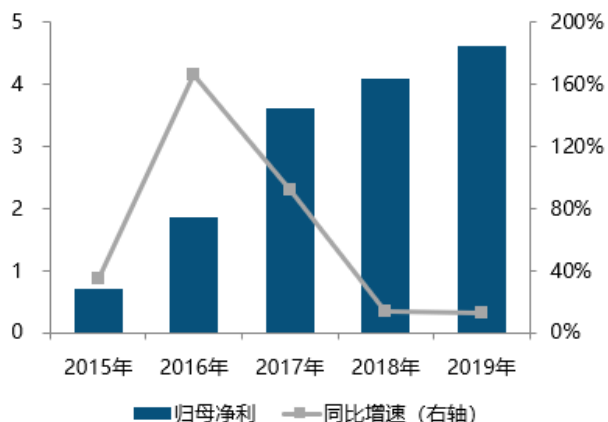
公司主要财务数据

图 1: 公司 2015-2019 年总营收 (亿元) 及增速 (%)



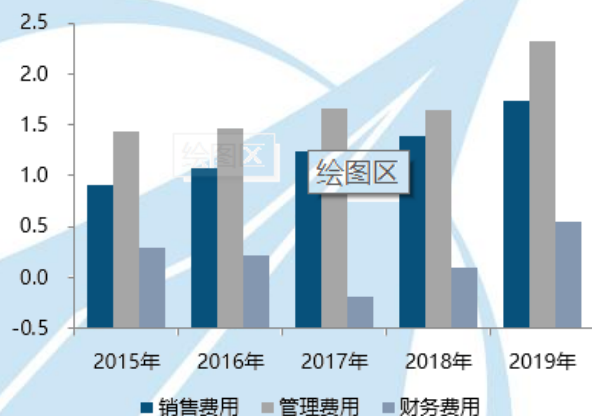
数据来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司 2015-2019 年归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



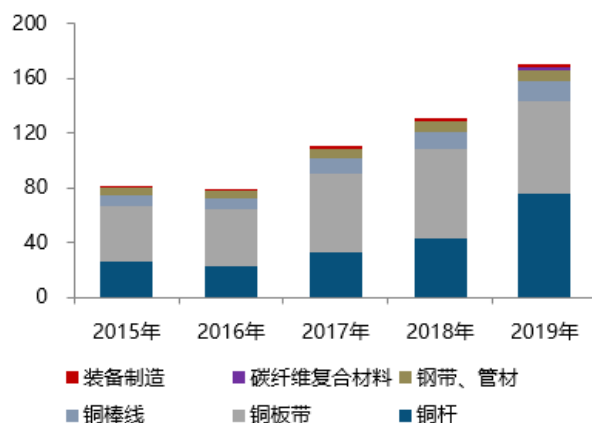
数据来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司 2015-2019 年三费情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

图 4: 公司 2015-2019 年主要业务构成 (亿元)



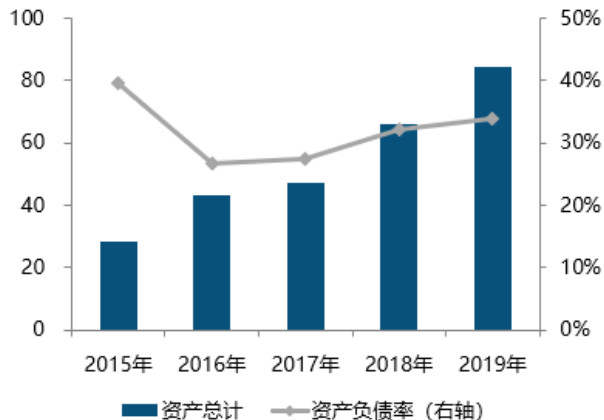
数据来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

图 5: 公司 2015-2019 年主要业务毛利率 (%)



数据来源: wind, 中航证券金融研究所

图 6: 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	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11044.03	13107.11	17047.97	21309.97	23440.96	25785.06
减：营业成本	10393.71	12063.96	15736.51	19860.89	21846.98	24031.67
营业税金及附加	63.09	68.59	68.55	85.69	94.26	103.68
销售费用	124.47	138.69	172.56	255.72	281.29	309.42
管理费用	165.51	164.35	231.96	298.34	328.17	360.99
财务费用	-19.26	9.89	53.83	53.27	70.32	77.36
资产减值损失	11.42	23.62	0.02	80.00	25.00	25.00
加：投资收益	-11.37	14.72	24.74	20.00	20.00	20.00
公允价值变动损益	-2.67	3.98	-0.98	1.00	1.00	1.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	435.08	468.27	551.39	697.06	815.94	897.94
加：其他非经营损益	1.49	10.58	-4.61	-3.25	-3.76	-4.12
利润总额	436.57	478.85	546.78	693.81	812.18	893.81
减：所得税	75.94	69.95	67.55	85.72	100.34	110.43
净利润	360.63	408.91	479.23	608.09	711.84	783.39
减：少数股东损益	0.00	0.31	18.22	18.22	18.22	18.22
归属母公司股东净利润	360.63	408.59	461.01	589.87	693.62	765.17
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	692.29	808.39	948.71	1704.80	1875.28	2062.80
应收和预付款项	921.41	1338.53	1690.17	2114.70	2326.17	2558.79
存货	919.11	1063.80	1261.65	1646.54	1790.14	1976.06
其他流动资产	904.69	688.52	867.91	984.39	1022.83	1065.12
长期股权投资	11.97	77.59	9.49	14.49	19.49	24.49
投资性房地产	2.85	4.87	7.19	5.20	5.49	5.68
固定资产和在建工程	670.84	946.08	1851.11	1855.37	1856.86	1855.48
无形资产和开发支出	577.08	1451.90	1675.82	1638.88	1601.95	1565.02
其他非流动资产	34.18	247.94	149.42	161.26	163.09	164.92
资产总计	4734.43	6627.62	8461.46	10125.63	10661.31	11278.37
短期借款	790.00	1280.38	1720.33	2417.94	2149.49	1914.42
应付和预收款项	426.08	443.72	962.64	1213.20	1334.52	1467.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	84.38	400.41	180.84	378.14	435.46	466.34
负债合计	1300.46	2124.51	2863.81	4009.28	3919.47	3848.73
股本	1069.21	1197.26	1333.67	1333.67	1333.67	1333.67
资本公积	1593.94	2202.01	2833.12	2833.12	2833.12	2833.12
留存收益	770.82	1072.49	1533.50	2033.98	2641.26	3310.83
归属母公司股东权益	3433.97	4471.77	5476.84	5977.31	6584.59	7254.16
少数股东权益	0.00	31.33	120.81	139.03	157.25	175.47
股东权益合计	3433.97	4503.11	5597.65	6116.35	6741.85	7429.64
负债和股东权益合计	4734.43	6627.62	8461.46	10125.63	10661.31	11278.37
现金流量表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流净额	123.56	179.15	212.35	352.11	626.90	626.73
投资性现金流净额	-894.22	-266.08	-884.89	-190.96	-71.30	-71.19
筹资性现金流净额	-88.52	173.27	739.00	594.94	-385.12	-368.02
现金流量净额	-860.39	92.70	64.14	756.09	170.48	187.53

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：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

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。