

2020年06月28日

证券研究报告·公司研究报告

楚江新材(002171) 有色金属

持有(首次)

当前价: 8.78 元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

产业链向新材料延伸的铜加工龙头

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司是深耕铜加工领域 20 多年的龙头企业, 铜板带产品国内的市场份额多年保持第一。公司先后并购各细分领域龙头企业顶立科技、天鸟高新、鑫海高导, 目前呈“铜基材料+新材料”双主业发展模式。随着下游新兴市场蓬勃发展以及公司募投项目的投产, 公司的盈利能力将大幅提升。
- **铜板带龙头, 国内市场份额多年第一。** 2019 年公司高精度铜合金板带材产量为 19.6 万吨, 占国内市场份额的 10%, 位列国内第一, 世界第二。板带产品中高端板带产品占比逐年提升至 44%, 毛利率超 10%。目前我国整体铜材的出口量大于进口量, 但高端板带产品仍然依赖进口, 铜加工行业目前集中度仍低, 公司有望在行业整合、进口替代的浪潮中成为领导者。
- **募投项目加速铜基材料产能扩张, 投产后整体产能有望提升 153%。** 目前公司具备高精度铜板带、铜导体材料以及铜合金线材共计 39.8 万吨产能, 2017 年定增募投的铜板带及导体项目将在 2020 年投产, 届时整体产能达到 59.3 万吨(提升 49%); 2020 年发行可转债募投的铜板带、铜导体、铜细线项目预计 2023 年投产, 届时公司整体产能达到 100.8 万吨(提升 153%)。
- **天鸟高新: 碳纤维预制件龙头, 碳纤维在航空航天的应用占比接近一半。** 子公司天鸟高新主要从事碳纤维预制件类和碳纤维特种布类等特种纤维的研发, 是国内唯一产业化生产飞机刹车预制体的企业。2013 年来, 全球碳纤维需求量年复合增长率预计达到 10.2%, 在航天航空领域应用占比达到 49%, 未来航天航空市场的景气将大力拉动碳纤维预制件的需求。
- **业务协同发展, 增强整体盈利能力。** 顶立科技拥有绝对领先的超高温热工装备, 而天鸟高新在生产碳纤维预制件的上下游均要用到顶立科技的热工设备。顶立科技可以为天鸟高新的产品在军工领域开拓市场, 同时可以共享天鸟高新的客户资源, 挖掘客户对碳纤维复合材料的需求, 增强项目整体盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 207.8 亿元、258.6 亿元和 311.1 亿元, 归母净利润分别为 5.3 亿元、6.7 亿元和 8.1 亿元, 对应的 PE 分别为 22 倍、17 倍、14 倍, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示。** 高端铜合金下游需求不及预期、项目扩产进度不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17047.97	20776.99	25864.18	31109.46
增长率	30.07%	21.87%	24.48%	20.28%
归属母公司净利润(百万元)	461.01	530.92	669.78	808.76
增长率	12.83%	15.17%	26.15%	20.75%
每股收益 EPS(元)	0.35	0.40	0.50	0.61
净资产收益率 ROE	8.56%	8.80%	10.15%	11.12%
PE	25	22	17	14
PB	2.14	1.98	1.81	1.64

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘岗

执业证号: S1250517100001

电话: 010-58251918

邮箱: lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.34
流通 A 股(亿股)	12.06
52 周内股价区间(元)	5.54-9.88
总市值(亿元)	117.10
总资产(亿元)	89.31
每股净资产(元)	4.00

相关研究

目 录

1 公司概况：铜基材料加新材料双主业驱动	1
2 先进铜基材料制造的龙头	4
3 顶立科技：热工装备龙头涉猎新材料	8
4 天鸟高新：碳纤维预制件的龙头	10
5 盈利预测与估值	13
6 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司主要控股参股公司.....	2
图 4: 公司 2019 年主营产品毛利率.....	2
图 5: 公司 2019 年产品营收构成.....	3
图 6: 公司 2019 年产品毛利构成.....	3
图 7: 公司 2015 年以来营业收入 (亿元) 及增速.....	3
图 8: 公司 2015 年以来归母净利润 (亿元) 及增速.....	3
图 9: 公司铜基材料代表产品.....	4
图 10: 2015 年以来公司板带材产量 (万吨) 以及市场份额.....	5
图 11: 2019 年同行业板带材产量 (万吨) 对比.....	5
图 12: 2015 年以来公司板带毛利率.....	6
图 13: 2017 年以来公司高端板带材产品占比和毛利率.....	6
图 14: 铜行业产业链.....	6
图 15: 2019 年我国各类铜加工材产量占比.....	7
图 16: 2013 年以来我国铜加工材产量以及净进口量 (万吨).....	7
图 17: 2013 年以来我国新能源汽车产量以及销量 (万辆).....	7
图 18: 2015 年以来我国公共充电桩和私人充电桩数量 (座).....	7
图 19: 2010 年以来全球和我国连接器市场规模 (亿美元).....	8
图 20: 2015 年以来我国引线框 (亿元) 和集成电路规模 (亿块).....	8
图 21: 顶立科技代表产品.....	8
图 22: 2015 年以来顶立科技业绩承诺与实际净利润 (万元).....	9
图 23: 2015 年以来顶立科技营收 (万元) 以及增速.....	9
图 24: 热工装备产业链.....	9
图 25: 2011 年以来我国新材料规模 (万亿元) 以及增速.....	10
图 26: 2015 年以来我国 3D 打印材料规模 (亿元) 以及增速.....	10
图 27: 天鸟高新代表产品.....	10
图 28: 2016 年以来天鸟高新营收和净利润 (万元).....	11
图 29: 2018 年 1-6 月天鸟高新营收构成.....	11
图 30: 天鸟高新与顶立科技的协同效应.....	12
图 31: 碳/碳复合材料制作流程.....	12
图 32: 2010 年以来世界碳纤维需求量 (万吨) 以及增速.....	13
图 33: 2017 年世界碳纤维需求结构.....	13

表 目 录

表 1：公司现有铜基产能	4
表 2：公司最新募投项目	5
表 3：天鸟高新产品类别与优势	11
表 4：分业务收入及毛利率	13
表 5：可比公司估值	14
附表：财务预测与估值	16

1 公司概况：铜基材料加新材料双主业驱动

安徽楚江科技新材料股份有限公司（以下简称“楚江新材”或公司），成立于 1999 年，楚江集团为控股股东。公司于 2007 年 9 月在深交所上市，在安徽、上海、广东、江苏和湖南设有生产和研发基地。公司主要业务为基础材料和军工新材料两大板块，产品全面覆盖智能互联装备、终端应用装备、新能源汽车、半导体、航空航天、国防军工等领域。

2014 年楚江集团整体上市，公司拓展了铜合金产品的种类；2015 年并购顶立科技，进军新材料和热工装备领域；2018 年并购天鸟高新，布局碳纤维行业；2019 年并购鑫海高导，延伸铜导体下游产业链。2019 年，公司高精度铜合金板带材产量 19.62 万吨，精密铜合金线材产量 4.31 万吨，均为国内第一；铜导体材料产量 17.77 万吨，在行业内也名列前茅。

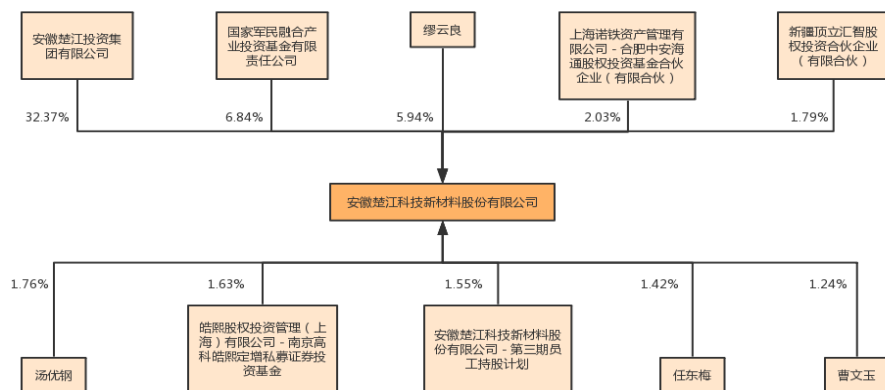
图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权控制结构。公司的最大股东为安徽楚江投资集团，截至 2019 年年报，持有公司 4.31 亿股份，占公司总股本的 32.37%。楚江投资集团实际控制人为姜纯，持股比例为 72.56%。截至 2020 年 5 月，累计质押 1.39 亿股，占公司总股本的 10.42%，质押率较低。

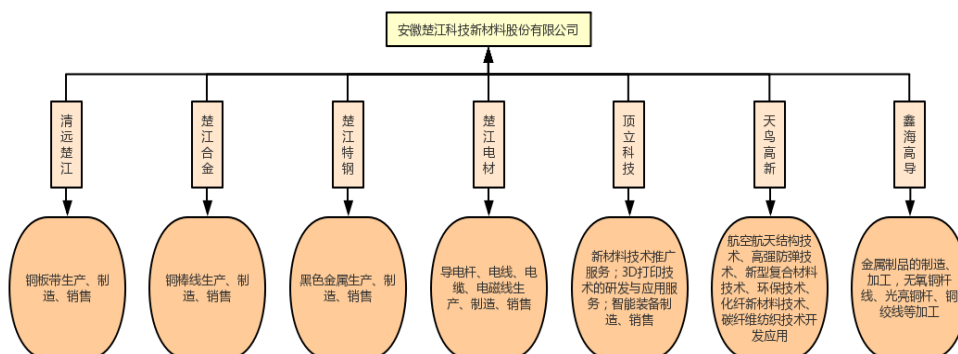
图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

主要控股参股公司。截至 2019 年年报，公司纳入合并报表范围的子公司共 15 家，其中全资子公司有 13 家。主要子公司有以下 7 家：清远楚江主要从事铜板带业务，楚江合金主要从事铜棒线业务，楚江特钢主要从事钢材业务，楚江电材主要从事铜导电杆、铜母线等业务，顶立科技主要从事热工装备和新材料业务，天鸟高新主要从事碳纤维复合材料业务，鑫海高导主要从事铜导体、铜细线业务。

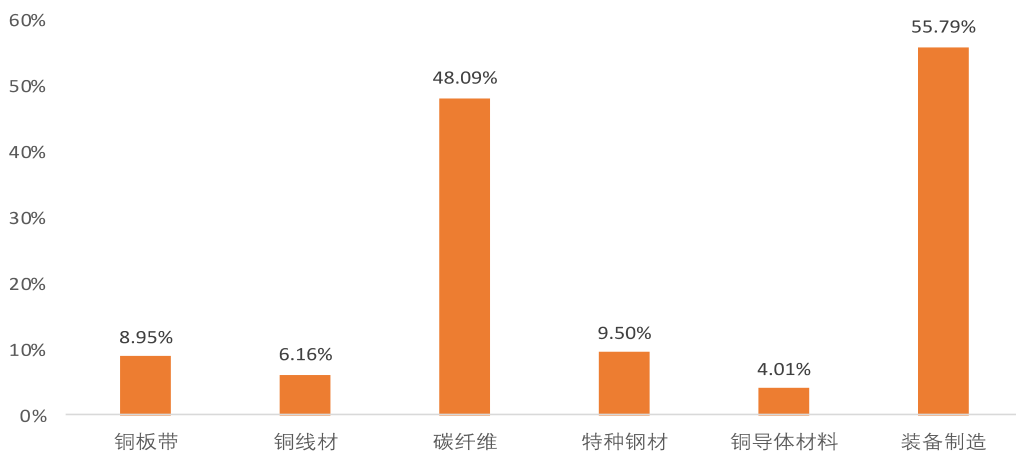
图 3：公司主要控股参股公司



数据来源：公司公告，西南证券整理

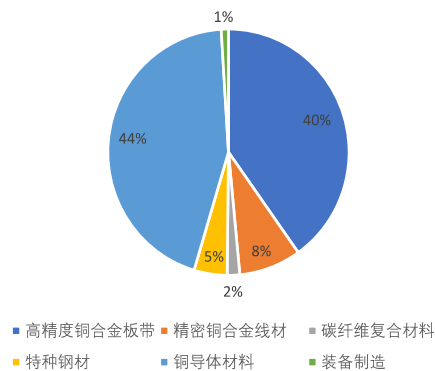
公司主营业务结构。公司的主营业务分为金属材料、热工装备新材料和碳纤维复合材料三大块。金属材料 2019 年营收为 165.5 亿元，占全部主营业务收入的 97%，其中铜导体材料和高精度铜合金板带分别占 44%和 40%，毛利率由高到低依次为铜板带、铜线和铜导体。尽管装备制造和碳纤维复合材料营收占比仅有 1%和 2%，但毛利率高达 56%和 48%，毛利占比为 7%和 11%，足以说明其产品的高附加值。

图 4：公司 2019 年主营产品毛利率



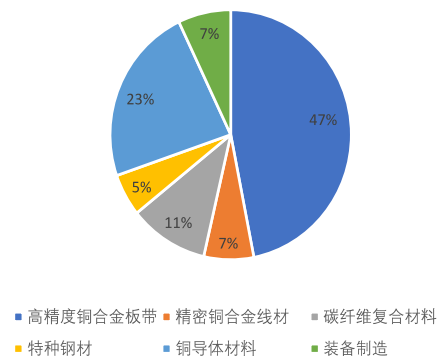
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2019 年产品营收构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2019 年产品毛利构成

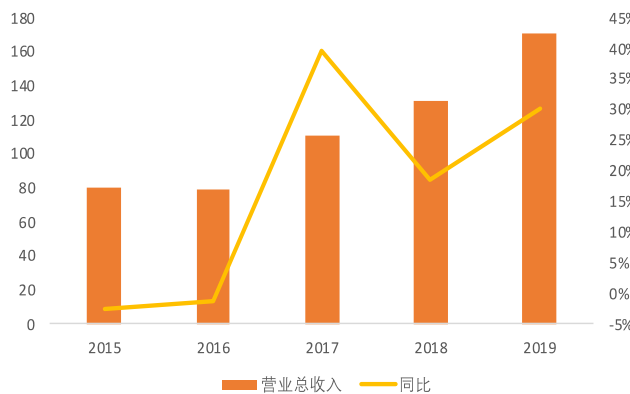


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况。公司 2019 年实现营业总收入 170.5 亿元，同比增长 30%；实现归母净利润 4.61 亿元，同比增长 13%。公司营收高速增长、利润增速趋稳主要由于基础材料与军工新材料业务规模持续增长，以及并购鑫海高导使得铜导体材料营收同比增长 75%，并购天鸟高新增加碳纤维产品的营收 2.9 亿元。

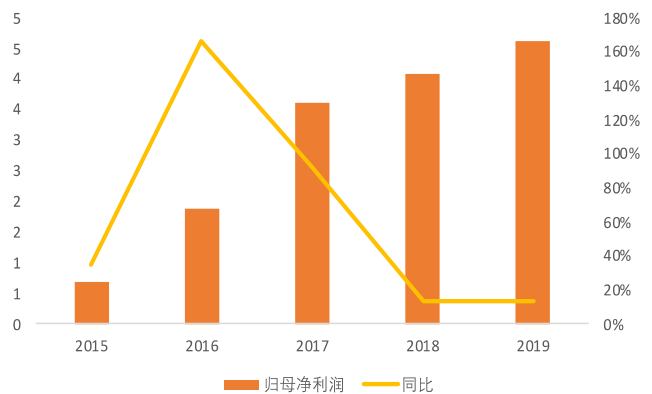
2019 年一季度，公司实现营收 39 亿元，同比增长 32%；实现归母净利润-0.9 亿元，同比减少 231%。利润下滑主要由于疫情带来的生产停滞以及对产业链上下游的冲击，公司 2 月初就开始了应对疫情的部署。由于公司产销主要集中在长三角和珠三角等非疫情严重区域，我们认为疫情对全年业绩影响有限。

图 7：公司 2015 年以来营业收入（亿元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 2015 年以来归母净利润（亿元）及增速

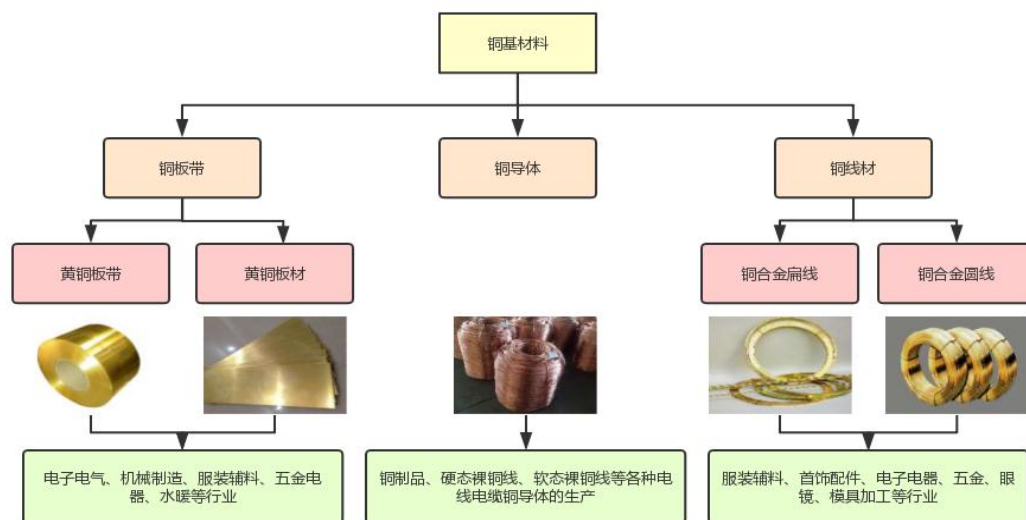


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 先进铜基材料制造的龙头

公司铜基材料主要分为三类：高精度铜板带、高端铜导体以及铜合金线材。高精度铜板带产品以黄铜为代表，延展性及深冲性能优异、可镀性好，主要用于电子电气、机械制造、服装辅料、五金电器、水暖等行业；高端铜导体产品包括导电铜杆、高精度电工圆铜线、镀锡软圆铜线、软铜绞并线等，具有良好的导电性能、韧性较好，主要应用于铜制品、硬态裸铜线、软态裸铜线等各种电线电缆铜导体的生产；铜合金线材产品以铜合金扁线、圆线为代表，产品规格齐全、质量性能稳定，产品广泛应用于服装辅料、首饰配件、电子电器、五金、眼镜、模具加工等行业。

图 9：公司铜基材料代表产品



数据来源：公司公告，西南证券整理

随着募投项目陆续投产，预计 2020 公司整体铜基产能提升 49%，2022 年提升 162%。2019 年公司铜板带、铜导体、铜线材产能分别为 17 万吨、19 万吨、3.8 万吨，产能利用率均超 90%，产销率都在 100% 左右。2017 年公司定增募投 7.5 万吨高精铜板带和 12 万吨铜导体材料，计划于 2020 年投产，预计公司 2020 年高精铜板带产能将达到 24.5 万吨（提升 44%），铜导体产能将达到 31 万吨（提升 63%），整体产能达到 59.3 万吨（提升 49%）。

2020 公司发行可转债募投 8 万吨高精铜板带产能、26 万吨高品质铜导体材料产能、4 万吨高端细线产能以及 2 万吨高精密铜合金线产能，计划于 2023 年投产，预计公司 2023 年铜板带年产能达到 32 万吨（提升 88%），铜导体材料年产能 63 万吨（提升 232%），精密铜合金线年产能达到 5.8 万吨（提升 53%），整体产能达到 100.8 万吨（提升 153%）。此次募投项目进一步优化铜基材料产品结构，提升在产品竞争力与市场份额。

表 1：公司现有铜基产能

产品	产能（万吨）	毛利率	产销率	产能利用率
铜板带	17	8.95%	115.44%	98.68%
铜导体	19	4.01%	93.54%	99.72%
铜线材	3.8	6.16%	113.32%	100.72%

数据来源：公司公告，西南证券整理

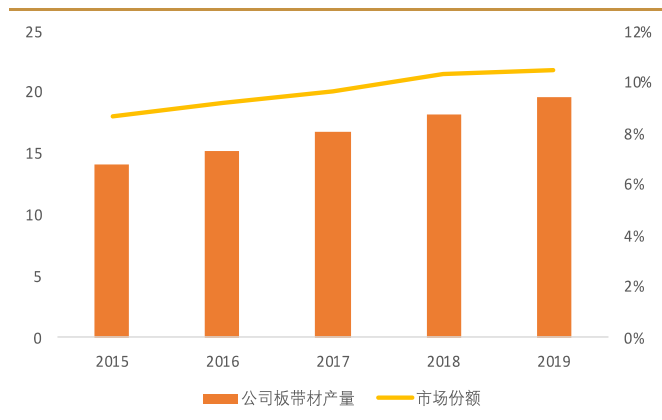
表 2：公司最新募投项目

项目	毛利率	产品	设计产能 (万吨/年)	应用领域
年产 5 万吨高精铜合金带箔材项目产品	13.52%	高端黄铜带	3	高端电子电器、连接器、新能源、高端服辅
		高铜合金	1.5	集成电路引线框架等
		紫铜箔	0.5	电子电器、新能源电池
年产 6 万吨高精密度铜合金压延带材改扩建项目（二、三期）产品	10.56%	高端黄铜带	3	高端电子电器、连接器、新能源、高端服辅
年产 30 万吨绿色智能制造高精高导铜基材料项目（一期）产品	4.80%	高品质铜杆、规格丝	26	特种电线电缆、电磁线
		高端细线	4	可应用于航天军工、通讯、汽车、新能源等领域的特种电缆
年产 2 万吨高精密铜合金线材项目产品	11.05%	高端服辅用精密铜合金线材	1.4	服辅材料
		高精密电器接插件用铜合金线材	0.6	电子电器

数据来源：公司公告，西南证券整理

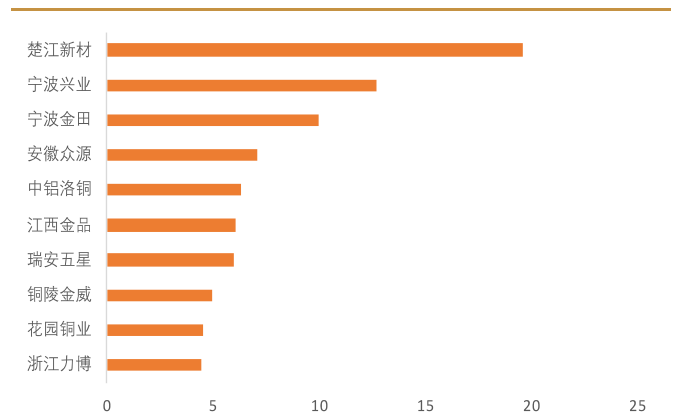
板带材产量中国第一，有望成为世界第一。根据中国有色金属加工工业协会综合排名，公司是中国铜板带材“十强企业”第一名。据协会统计，2019 年公司板带材产量 19.6 万吨，远远领先于国内其他公司，稳居国内第一，仅次于德国维兰德公司的 20 万吨年产量。公司国内市场份额由 2015 年的 8.7% 提升至 10.5%，公司未来目标定为 25% 至 30% 市场份额，有望成为世界第一。

图 10：2015 年以来公司板带材产量（万吨）以及市场份额



数据来源：有色金属加工工业协会，西南证券整理

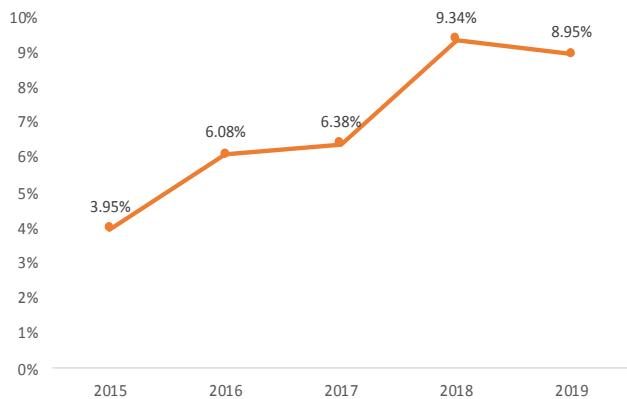
图 11：2019 年同行业板带材产量（万吨）对比



数据来源：各公司年报，西南证券整理

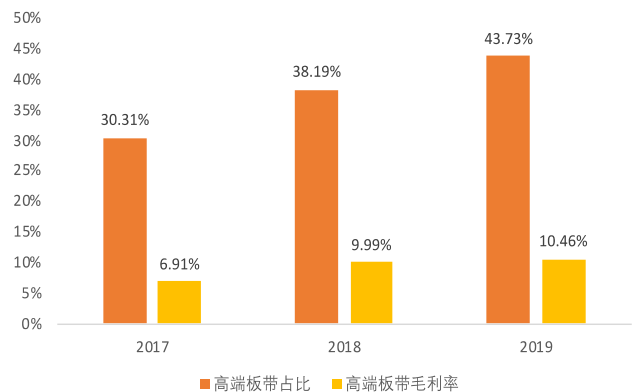
板带产品毛利率 4 年来翻倍，高端板带产品占比提高至 43.8%。2015 年至 2019 年，公司板带材产品整体毛利率稳定上升，其中高端板带材产品在板带营收中占比持续增加，19 年达到 43.8%，毛利率也突破 10%。公司高端版带的占比持续增加，得益于公司产品工艺的提高以及结构升级。随着我国半导体、5G 通讯、新能源汽车、智能制造等新兴行业的兴起，铜板带的加工会不断向着高端方向发展。未来公司将新产品开发、品质结构提升和高端应用作为重点研发方向，预计使高档产品占比提升至 80% 以上。

图 12：2015 年以来公司板带毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

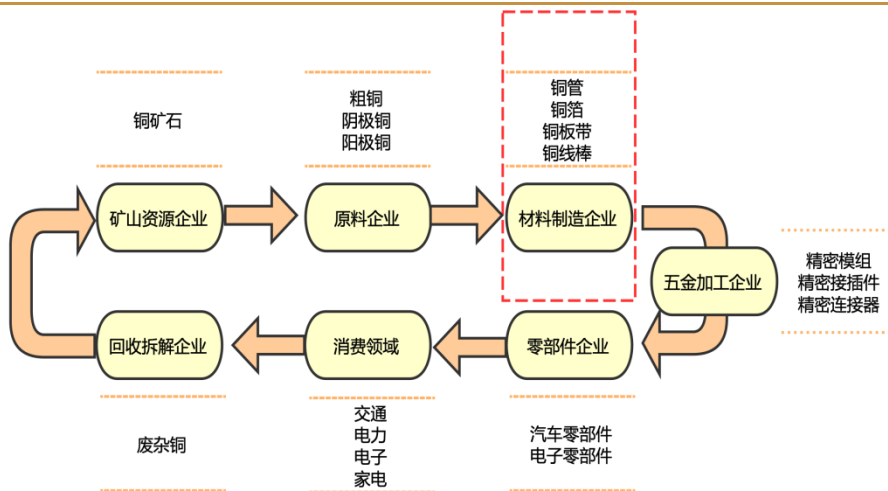
图 13：2017 年以来公司高端板带材产品占比和毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司铜加工业务处于铜产业链核心地位，定价能力较强，对上下游依赖较小。铜行业产业链可以大致分为铜矿石的开采、冶炼成粗铜、电镀成阴极铜、制造成铜加工产品、制造成精密产品或零部件以及最后应用到消费产品。铜基材料的研发和制造处于产业链的中游，上游为铜矿采选、资源回收和冶炼业，下游为消费电子、电力、新能源、家用电器、国防军工和交通运输等材料消费企业。上游属于大宗原料行业，原料来源充裕、竞争充分、价格透明，直接下游客户大多属于中小加工制造企业，应用广泛、数量众多、行业分散，公司规模较大，对上下游企业均不构成客户依赖，具备一定的定价能力，抗周期能力强。

图 14：铜行业产业链

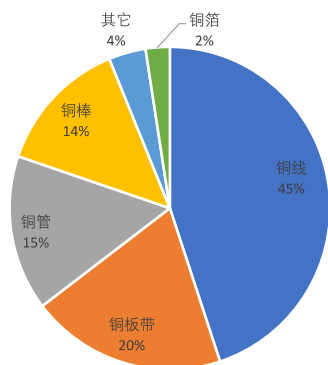


数据来源：公司公告，西南证券

公司的主营产品铜线和铜板带是我国铜材加工市场占比最大的品种。2019 年我国铜材产品主要由铜线、板带、铜管材、铜棒材等构成，五种产品总产量占比超过 90%。其中铜线材和铜板带占比最高，分别达到 45%和 20%，也是公司铜基材料的主要产品。

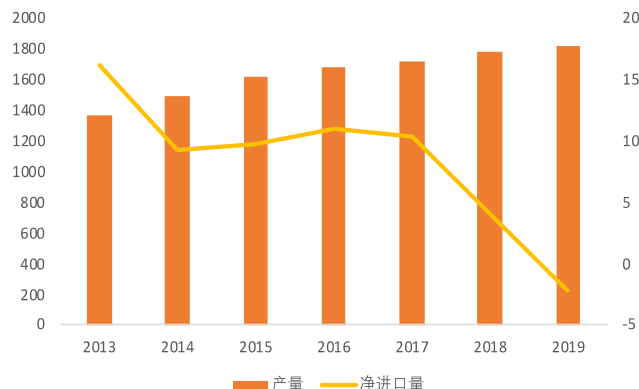
2019 年我国铜加工材实现出口量大于进口量。2013 年以来，我国铜加工材年产量稳步上升，年均复合增长率为 4.9%，2019 年达到 1816 万吨，并且出口量首次大于进口量，但高端铜板带依旧依赖进口。由于国外铜材制造企业产量呈逐年下降趋势，中国铜材制造企业在全球的竞争力越来越强，国内铜加工行业的整合以及高端铜材进口替代已是大势所趋。

图 15: 2019 年我国各类铜加工材产量占比



数据来源: 中国有色金属加工工业协会, 西南证券整理

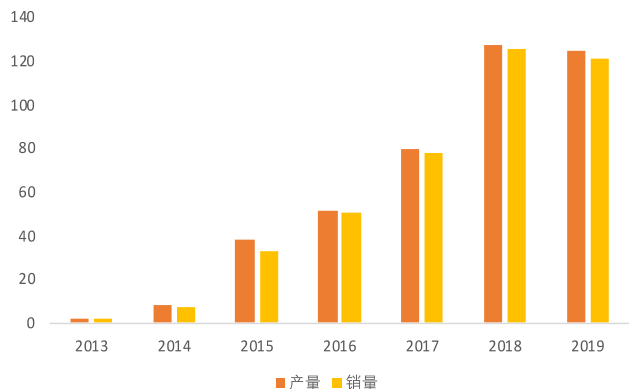
图 16: 2013 年以来我国铜加工材产量以及净进口量 (万吨)



数据来源: 中国有色金属加工工业协会, 西南证券整理

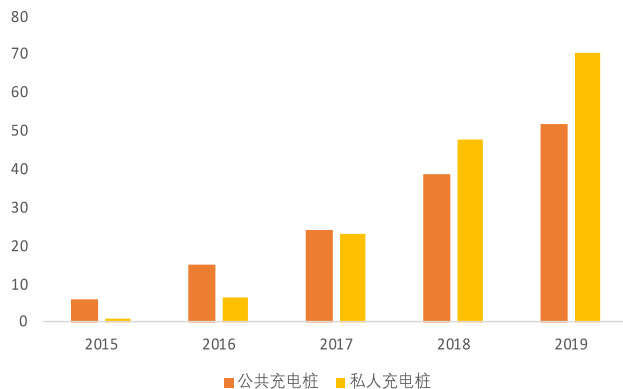
铜板带在汽车工业中主要用于制造连接器和充电桩内的电子接插件。我国新能源汽车年复合增长率超 100%，充电桩累计突破百万台。据智研咨询，2019 年我国新能源汽车产销分别为 124 万辆和 121 万辆，6 年年均复合增长率为 102%；据中国电动汽车充电基础设施促进联盟，2019 年全国充电基础设施累计数量为 121.9 万台，其中公共充电桩数量为 52 万台，私人充电桩数量为 70 万台，预计未来三年我国公共类充电桩保持 80% 左右增速。

图 17: 2013 年以来我国新能源汽车产量以及销量 (万辆)



数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

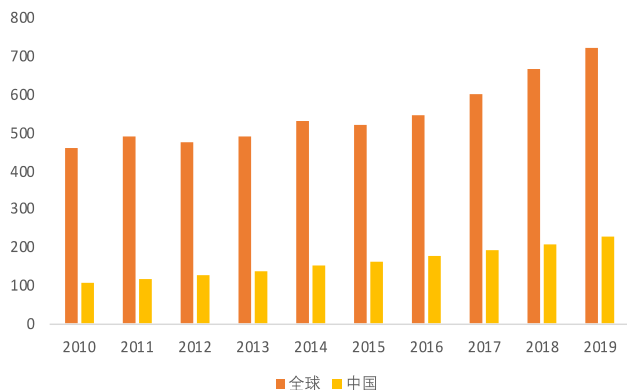
图 18: 2015 年以来我国公共充电桩和私人充电桩数量 (座)



数据来源: 中国电动汽车充电基础设施促进联盟, 西南证券整理

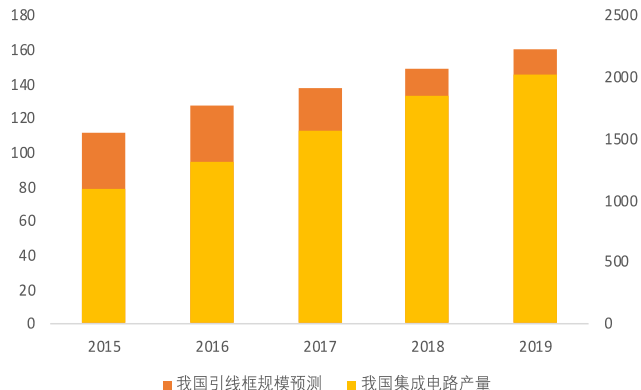
高端铜板带用于高速连接器和引线框架制造。我国是世界最大连接器市场，引线框规模预计达到 10% 以上的年复合增长率。据 Bishop&Associates，中国大陆连接器市场规模是 227 亿美金，同比增长 8.6%，占全世界 31.4% 的市场份额，是世界最大的连接器销售市场。据前瞻产业研究院和 choice，2019 年我国引线框规模预计为 160.5 亿元，集成电路产业规模 7591 亿元，未来我国集成电路市场将保持 20% 以上的年复合增长率，引线框市场达到 10% 以上的年复合增长率。

图 19: 2010 年以来全球和我国连接器市场规模 (亿美元)



数据来源: Bishop&Associates, 西南证券整理

图 20: 2015 年以来我国引线框 (亿元) 和集成电路规模 (亿块)

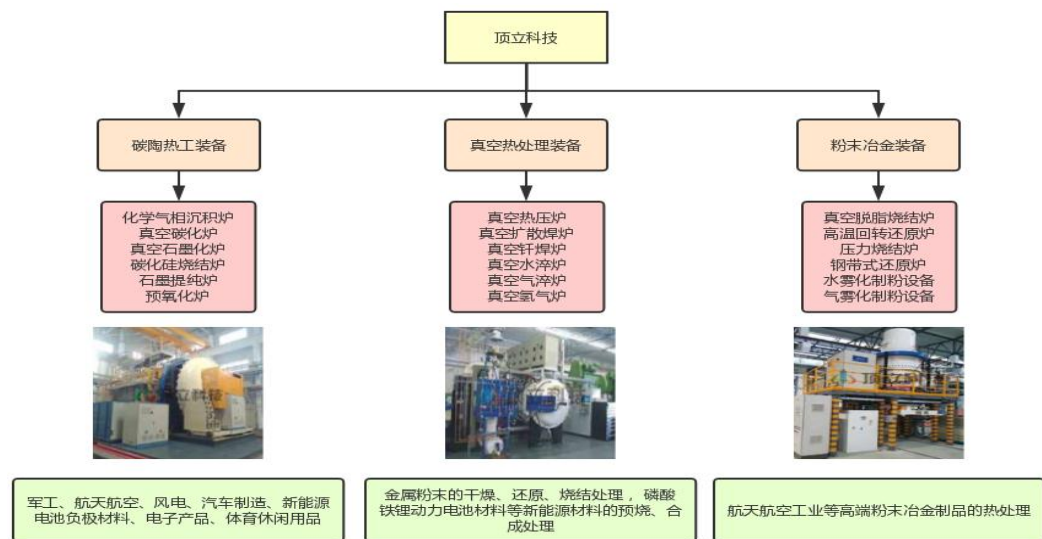


数据来源: 前瞻产业研究院, choice, 西南证券整理

3 顶立科技: 热工装备龙头涉猎新材料

公司子公司顶立科技是一家从事热工装备和新材料制造的民营军工企业, 致力于超大型、超高温、全自动、智能化特种装备的研发制造, 产品涵盖特种粉体材料、碳基/陶瓷基复合材料及其制造装备粉末冶金/环境保护装备、先进热处理装备等。顶立科技在超高温热工装备领域绝对领先, 是国内唯一具有碳陶热工装备、真空热处理装备、新型环保装备、粉末冶金装备等系列产品且均保持领先的高端热工装备企业, 也是中国航天航空的战略合作伙伴, 广泛应用于航空航天、军工、汽车、船舶、轨道交通、新能源、家电、电子信息等领域。

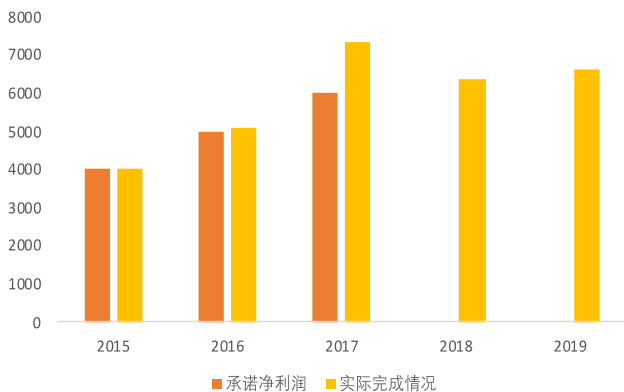
图 21: 顶立科技代表产品



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

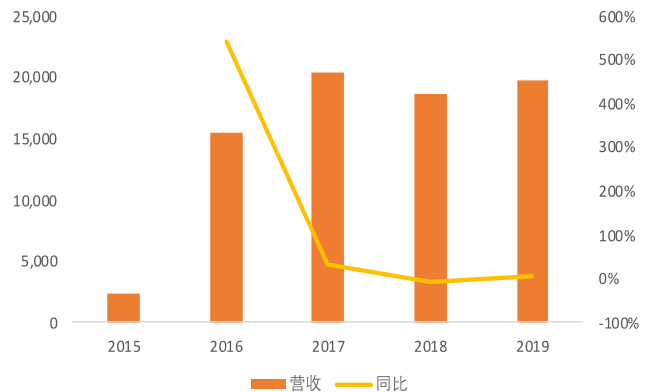
承诺利润超预期完成。公司收购顶立科技时, 2015-2017 三年业绩承诺分别为 4000 万、5000 万、6000 万, 实际完成 4037 万、5107 万、7329 万, 均超额完成, 之后业绩也稳步增长。2019 年, 顶立科技高端装备制造及新材料销量为 95 台套, 全年实现营收 1.97 亿元, 同比增长 5.7%, 实现净利润 6633 万元, 同比增长 4.6%。

图 22：2015 年以来顶立科技业绩承诺与实际净利润（万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

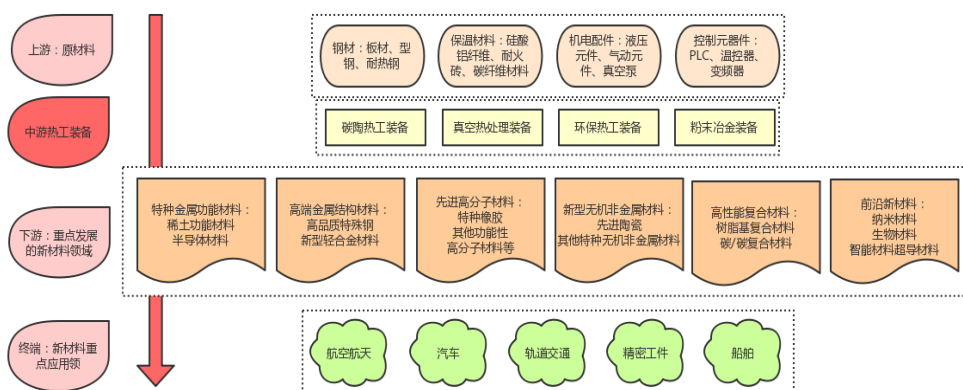
图 23：2015 年以来顶立科技营收（万元）以及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

顶立科技热工装备上游原材料供应稳定，下游应用领域由金属向非金属材料拓展。热工装备指的是采用热加工技术，将材料放在一定的介质内加热、保温、冷却，通过改变材料表面或内部的组织结构，使材料达到所需性能的一种专业设备，泛用于碳化、石墨化、热处理、表面处理等工艺过程。上游原材料如钢材、保温材料、机电配件、控制元器件，通过碳陶热工装备、空热处理装备、粉末冶金装备等热工装备，制造出下游金属和非金属材料，最终应用到航空航天、轨道交通、汽车等终端。上游产业目前已基本发展成熟，竞争较为充分，可满足热加工行业原材料的供应，其产业的发展进步也将会促进热加工行业的发展进步，而下游新材料行业及其应用领域的快速发展为热工装备行业的发展提供源源不断的驱动力，目前我国热工装备的应用领域呈现从金属材料（半导体材料、轻合金材料等）拓展到非金属材料（先进陶瓷、碳纤维复合材料等）的趋势，技术更加综合化、复合化。

图 24：热工装备产业链

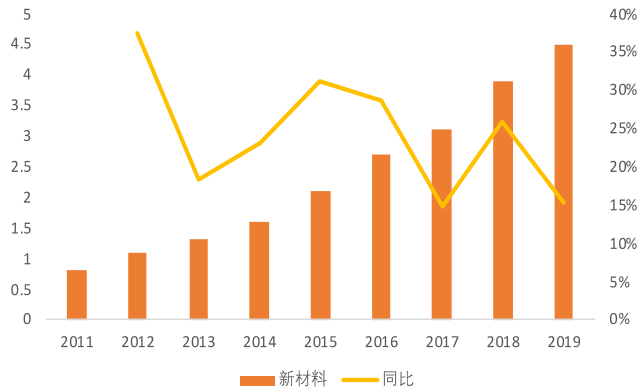


数据来源：公司公告，西南证券整理

我国新材料规模年复合增长率超 20%，为热工装备带来 103 亿元市场潜力。据前瞻研究院，2011 年我国新材料产业总产值仅为 0.8 万亿元，到 2019 年我国新材料产业总产值已增长至 4.5 万亿元，年复合增长率超 20%，预计到 2021 年有望突破 7 万亿元；2019 年我国 3D 打印材料市场规模预计达到 46 亿元，同比增长 15%，到 2020 将达到 57 亿元。根据中国工程院发布的《中国制造 2025 重点领域技术路线图》，国内大运载火箭、航天飞机、航

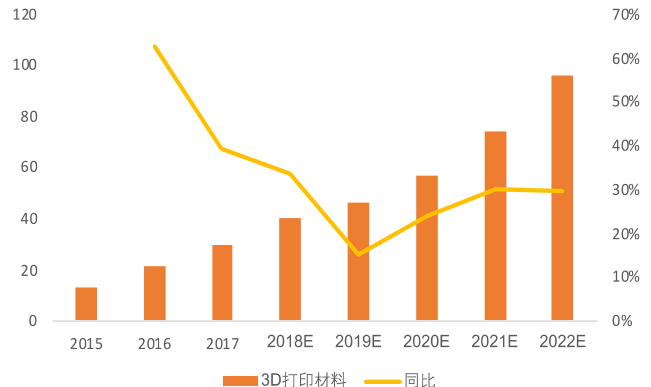
天飞行器、C919 大飞机等大项目的实施,为高性能复合材料的应用提供了广阔的市场需求,到 2020 年高性能复合材料热工装备的市场潜力将达到 103 亿元。

图 25: 2011 年以来我国新材料规模(万亿元)以及增速



数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

图 26: 2015 年以来我国 3D 打印材料规模(亿元)以及增速

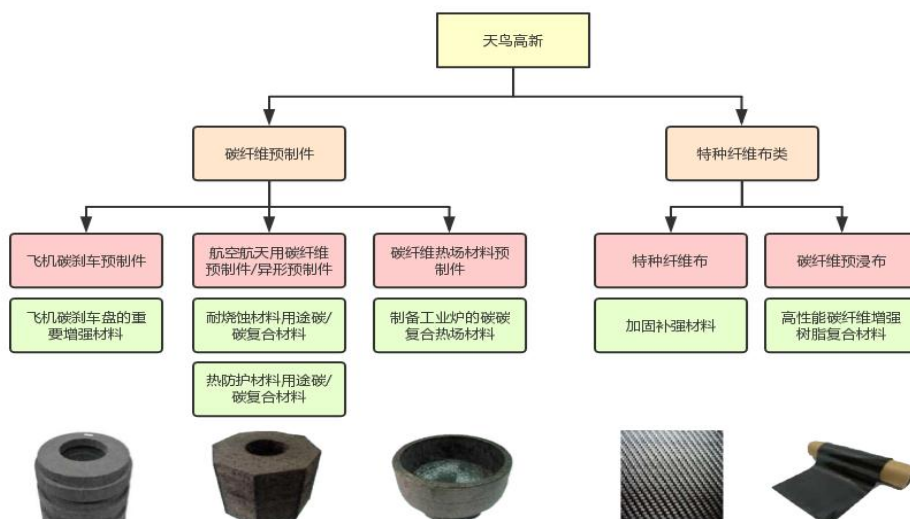


数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

4 天鸟高新: 碳纤维预制件的龙头

公司子公司天鸟高新是国家二级保密单位、国际航空器材承制方 A 类供应商、国内唯一产业化生产飞机碳刹车预制体的企业,也是国内最大的碳/碳、碳/碳化硅复合材料用预制体科研生产基地,拥有军工资质齐全的民营军工企业。主要从事碳纤维、芳纶纤维、石英纤维等特种高性能纤维的应用研究及开发,产品主要分为碳纤维预制件类和特种纤维布类:碳纤维预制件包含刹车预制件、异形预制件和热场预制件;特种纤维布类包含特种纤维布和碳纤维浸润布。产品广泛应用于航空航天、国防军工及国民经济等多个领域。

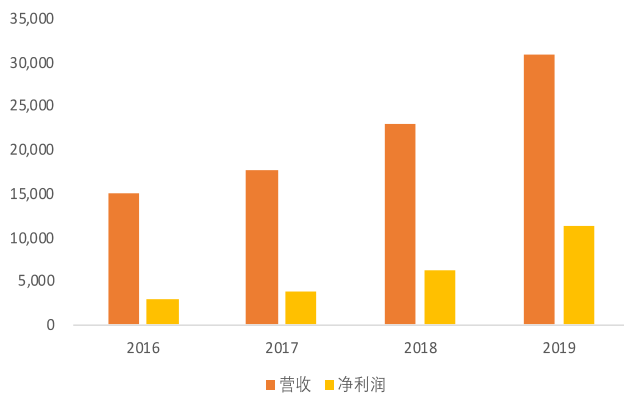
图 27: 天鸟高新代表产品



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

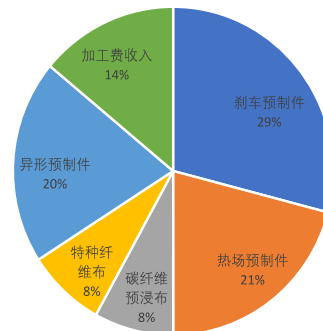
2019 年天鸟高新净利润同比增长 80%，预制件类占据全部营收的 70%。2019 年，天鸟高新实现营业收入 3.1 亿元，同比增长 34%，实现净利润 1.1 亿元，同比增长 80%。业绩增长主要源于下游需求旺盛，预制件类产品销售额和产能的大幅提升：特种纤维预制件、纤维布类销量 4.4 万千克，同比增长 1867%；碳纤维预浸布销量 53.8 万平方米，同比增长 684%。2018 上半年天鸟高新营收构成主要以预制件类为主，刹车预制件、异形预制件、热场预制件分别占到 29%、20%、21%，特种纤维布类占比 16%。

图 28：2016 年以来天鸟高新营收和净利润（万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：2018 年 1-6 月天鸟高新营收构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

天鸟高新预制件和纤维布产品处于国内领先水平，部分批量生产并且可代替进口。天鸟高新产品覆盖特种纤维布类、特种纤维针刺预制件、特种纤维三维预制件，采用的特种纤维有碳纤维、石英纤维、芳纶纤维、氧化铝纤维等，产品种类丰富。天鸟高新设计的生产线不仅适应品种多样化、系列化等生产需求，而且适应了军品小批量、多品种、定制化的柔性需求。未来公司产品将在航天、航空、兵器领域进一步拓展和提升，满足高超声速飞行器、精确制导飞行器、高性能卫星、先进飞机的研制生产需求，同时将军用技术适时转为民用，将产品应用领域延伸至新能源、电子、汽车、轨道交通等工业领域。

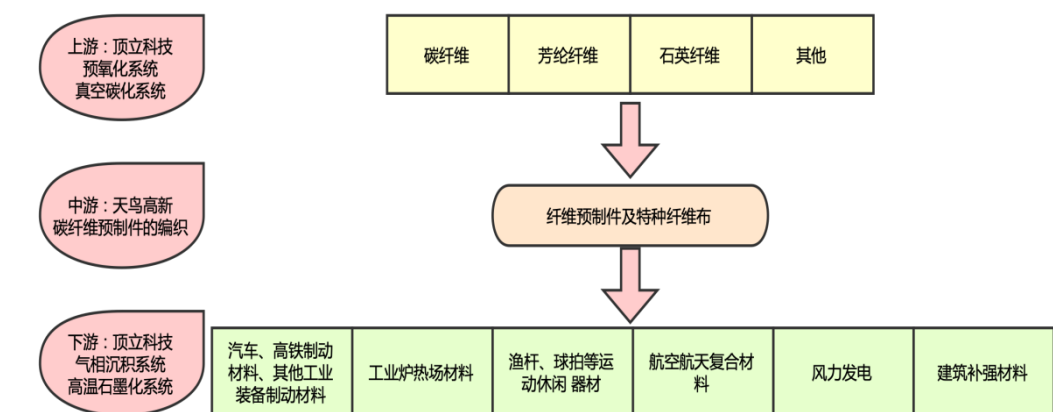
表 3：天鸟高新产品类别与优势

产品类别	产品优势
编织与针刺预制件	国内领先，用于新一代航天发动机热结构复合材料及透波材料，批量生产
扇环碳纤维针刺预制件	国内领先，用于国产大飞机 C919 飞机碳刹车盘材料并通过大飞机首飞考核，并将推广应用其他机型
热场材料预制件	国内领先，打破国外垄断、替代进口、实现国产化并出口韩国
碳纤维复合金属材料结构预制件	国内领先，用于高铁、轨道交通领域
低密度石英/莫来石纤维针刺预制件	国内领先，用于国内高新武器高性能隔热材料,批量生产
复杂结构仿形三维预制件	国内领先，用于高新卫星及航空发动机专项关键部件材料
大尺寸石英纤维异形预制件	国内领先，用于航天型号高性能透波材料，批量生产
大尺寸异形碳纤维三维预制件、无纬布三维预制件	国内领先，用于多型航天型号的研制项目、已批量生产
超大型混合纤维整体仿形预制件	国内领先，用于新一代大型空天飞行器整体隔热材料
超细结构碳纤维三维预制件	国内领先，用于航天专项热结构复合材料
3m 级碳纤维平面织物	国内领先，用于航天专项热结构复合材料
碳化硅、氧化铝纤维织物	用于国内航天航空高性能复合材料的预研项目
特种预浸布	国内重大技术突破产品，用于新一代航天飞行器热防护复合材料，批量生产

数据来源：公司公告，西南证券整理

天鸟高新与顶立科技在市场、技术、业务均形成协同效应，增强项目整体盈利能力。碳纤维预制件的原材料是碳纤维和其他纤维，在预氧化和碳化阶段均要用到顶立科技的碳化系统，由天鸟高新编织成预制件后，再通过顶立科技的气相沉积系统和石墨化系统制成碳/碳复合材料。天鸟高新和顶立科技不仅具有共同的产业链下游，而且两者的产品和技术能够相互的结合。顶立科技可利用自身的市场优势为天鸟高新的产品在军用和民用领域开拓更广阔的市场，同时依托天鸟高新在航天航空领域的营销渠道和品牌效应，有利于共享客户资源，深入挖掘客户对碳纤维复合材料的需求，增强项目整体盈利能力。

图 30：天鸟高新与顶立科技的协同效应



数据来源：公司公告，西南证券整理

碳/碳复合材料具有一系列优异性能，广泛应用于军工等关键领域。碳纤维的长纤维或短切纤维，通过纺织、编织或其他方法等制成碳纤维预制件。碳纤维预制件以树脂、碳质、金属、陶瓷、水泥、橡胶等为基体，经过 CVD、石墨化等工艺制作成碳/碳复合材料。碳/碳复合材料具有质轻、比强度和比弹性模量高、热膨胀系数小、抗热冲击性好、耐烧蚀性好和耐摩擦磨损等优异的物理性能，被广泛应用在固体火箭发动结构部件、热工装备热场部件等方面。

图 31：碳/碳复合材料制作流程

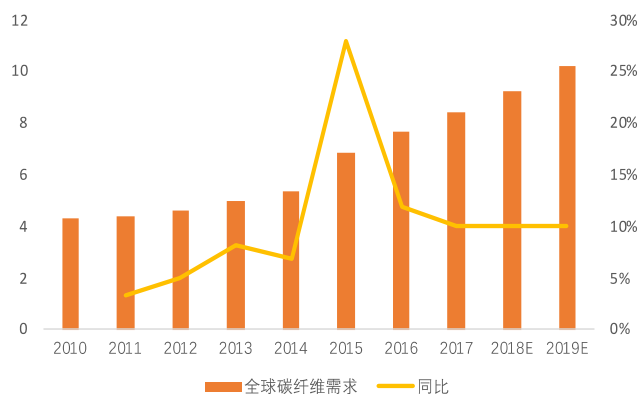


数据来源：公司公告，西南证券整理

全球碳纤维需求年复合增长率预计超过 10%，航空航天需求占比约 50%。由于碳纤维很少直接应用，大多是经过深加工制成碳纤维复合材料使用，因而碳纤维市场需求量变化及需求结构可以直接反应碳纤维复合材料的需求情况：据前瞻产业研究院，2013 年，全球碳纤维复合材料需求量仅为 4.3 万吨，2019 年预计达到 10.2 万吨，年均复合增长率达到 10.2%。

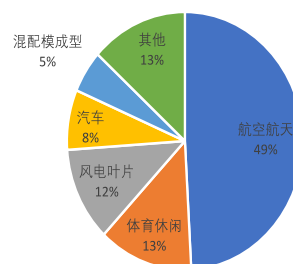
碳纤维下游应用涉及航天航空、风电叶片、体育休闲、汽车等，需求量前三名为航空航天、体育休闲、风电叶片，应用占比分别为 49%、13%和 12%，体现了航空天领域碳纤维应用的高附加值属性。

图 32：2010 年以来世界碳纤维需求量（万吨）以及增速



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 33：2017 年世界碳纤维需求结构



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：依据公司 2020 年的经营目标及未来募投项目计划，未来三年高精度铜合金板带的营收增速分别为 13.6%、20.5%、1.9%，毛利率分别为 10%、11%、12%；

假设 2：依据公司 2020 年的经营目标及未来募投项目计划，未来三年铜导体材料的营收增速分别为 35.4%、33.3%、31.3%，毛利率分别为 4.6%、4.8%、5.0%；

假设 3：依据公司 2020 年的经营目标及未来募投项目计划，未来三年精密铜合金线材的营收增速分别为 3.8%、0%、48.9%，毛利率维持在 7%；

假设 4：依据公司 2020 年的经营目标及未来募投项目计划，未来三年装备制造及新材料的营收增速分别为 15.8%、9.1%、8.3%，毛利率维持在 56%；

假设 5：依据公司 2020 年的经营目标及未来募投项目计划，未来三年碳纤维复合材料的营收增速分别为 6.8%、24.2%、19.5%，毛利率分别为 48%、50%、50%。

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
高精度铜合金板带	收入	6830.5	7760.0	9347.2	9523.6
	增速	5.1%	13.6%	20.5%	1.9%
	成本	6219.0	6984.0	8440.5	8571.2
	毛利率	8.95%	10.0%	11.0%	12.0%
铜导体材料	收入	7550.6	10224.8	13633.0	17893.3
	增速	75.0%	35.4%	33.3%	31.3%
	成本	7247.7	9754.4	12978.6	16998.7

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
精密铜合金线材	毛利率	4.01%	4.6%	4.8%	5.0%
	收入	1413.3	1466.4	1466.4	2183.4
	增速	6.6%	3.8%	0.0%	48.9%
	成本	1326.3	1363.8	1363.8	2030.5
特种钢材	毛利率	6.16%	7.0%	7.0%	7.0%
	收入	751.9	778.6	778.6	778.6
	增速	-2.0%	3.6%	0.0%	0.0%
	成本	680.5	700.8	700.8	700.8
装备制造及新材料	毛利率	9.50%	10.0%	10.0%	10.0%
	收入	164.8	190.8	208.1	225.5
	增速	-7.4%	15.8%	9.1%	8.3%
	成本	72.8	83.9	91.6	99.2
碳纤维复合材料	毛利率	55.79%	56.0%	56.0%	56.0%
	收入	287.7	307.2	381.5	455.9
	增速	2182.2%	6.8%	24.2%	19.5%
	成本	149.4	159.8	190.8	227.9
运输物流	毛利率	48.1%	48.0%	50.0%	50.0%
	收入	0.01	0.01	0.01	0.01
	增速	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	0.01	0.01	0.01	0.01
其他业务	毛利率	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
	收入	49.2	49.2	49.2	49.2
	增速	410.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	40.8	40.8	40.8	40.8
合计	毛利率	17.1%	17.1%	17.1%	17.1%
	收入	17048.0	20777.0	25864.2	31109.5
	增速	30.1%	21.9%	24.5%	20.3%
	成本	15736.5	19087.5	23806.9	28669.1
	毛利率	7.7%	8.1%	8.0%	7.8%

数据来源: Wind, 西南证券

根据以上说明和假设, 我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 207.8 亿元、258.6 亿元和 311.1 亿元, 归母净利润分别为 5.3 亿元、6.7 亿元和 8.1 亿元, 对应的 PE 分别为 22 倍、17 倍和 14 倍, 首次覆盖, 给予“持有”评级。

表 5: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
601137.SH	博威合金	14.89	0.64	0.75	0.92	1.13	17.51	19.78	16.18	13.19
000630.SZ	铜陵有色	1.92	0.08	0.07	0.08	0.09	28.7	26.75	23.52	20.77

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
600114.SH	东睦股份	10.04	0.50	0.57	0.72	0.80	17.19	17.65	13.92	12.48
002171.SZ	楚江新材	8.86	0.35	0.40	0.50	0.61	25.63	22.26	17.64	14.61
平均值 (剔除楚江新材后)								21.39		

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

高端铜合金下游需求不及预期; 项目扩产进度不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	17047.97	20776.99	25864.18	31109.46	净利润	479.23	530.92	669.78	808.76
营业成本	15736.51	19087.45	23806.89	28669.14	折旧与摊销	102.50	87.02	87.02	87.02
营业税金及附加	68.55	87.26	111.54	131.48	财务费用	53.83	77.80	106.27	123.13
销售费用	172.56	186.99	232.78	279.99	资产减值损失	0.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	231.96	727.19	827.65	964.39	经营营运资本变动	-17.94	-588.17	-715.09	-701.36
财务费用	53.83	77.80	106.27	123.13	其他	-405.29	1.04	0.58	-0.46
资产减值损失	0.02	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	212.35	108.62	148.56	317.10
投资收益	24.74	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1079.72	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.98	0.00	0.00	0.00	其他	194.83	1.48	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-884.89	1.48	0.00	0.00
营业利润	551.39	610.29	779.05	941.32	短期借款	439.95	1188.90	572.62	464.52
其他非经营损益	-4.61	-0.03	-0.24	-0.90	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	546.78	610.26	778.82	940.42	股权融资	767.51	0.00	0.00	0.00
所得税	67.55	79.33	109.03	131.66	支付股利	0.00	-92.20	-106.18	-133.96
净利润	479.23	530.92	669.78	808.76	其他	-468.46	-77.80	-106.27	-123.13
少数股东损益	18.22	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	739.00	1018.90	360.16	207.43
归属母公司股东净利润	461.01	530.92	669.78	808.76	现金流量净额	64.14	1128.99	508.72	524.53
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	948.71	2077.70	2586.42	3110.95	成长能力				
应收和预付款项	1690.17	2001.46	2527.15	3033.40	销售收入增长率	30.07%	21.87%	24.48%	20.28%
存货	1261.65	1529.34	1907.25	2297.65	营业利润增长率	17.75%	10.68%	27.65%	20.83%
其他流动资产	867.91	861.35	953.11	1047.73	净利润增长率	17.20%	10.79%	26.15%	20.75%
长期股权投资	9.49	9.49	9.49	9.49	EBITDA 增长率	30.11%	9.52%	25.45%	18.42%
投资性房地产	7.19	7.19	7.19	7.19	获利能力				
固定资产和在建工程	1851.11	1802.59	1754.06	1705.54	毛利率	7.69%	8.13%	7.95%	7.84%
无形资产和开发支出	1675.82	1637.42	1599.02	1560.63	三费率	2.69%	4.77%	4.51%	4.40%
其他非流动资产	149.42	149.32	149.22	149.12	净利率	2.81%	2.56%	2.59%	2.60%
资产总计	8461.46	10075.85	11492.92	12921.69	ROE	8.56%	8.80%	10.15%	11.12%
短期借款	1720.33	2909.23	3481.84	3946.36	ROA	5.66%	5.27%	5.83%	6.26%
应付和预收款项	962.64	943.25	1215.42	1495.93	ROIC	7.95%	7.62%	8.59%	9.15%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.15%	3.73%	3.76%	3.70%
其他负债	180.84	187.00	195.68	204.62	营运能力				
负债合计	2863.81	4039.48	4892.95	5646.91	总资产周转率	2.26	2.24	2.40	2.55
股本	1333.67	1333.67	1333.67	1333.67	固定资产周转率	18.65	19.71	25.72	32.51
资本公积	2833.12	2833.12	2833.12	2833.12	应收账款周转率	18.51	17.90	18.46	18.00
留存收益	1533.50	1972.23	2535.82	3210.63	存货周转率	13.53	13.67	13.84	13.62
归属母公司股东权益	5476.84	5915.56	6479.16	7153.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.03%	—	—	—
少数股东权益	120.81	120.81	120.81	120.81	资本结构				
股东权益合计	5597.65	6036.37	6599.97	7274.78	资产负债率	33.85%	40.09%	42.57%	43.70%
负债和股东权益合计	8461.46	10075.85	11492.92	12921.69	带息债务/总负债	60.07%	72.02%	71.16%	69.89%
					流动比率	1.76	1.66	1.68	1.73
					速动比率	1.29	1.27	1.28	1.31
					股利支付率	0.00%	17.37%	15.85%	16.56%
					每股指标				
					每股收益	0.35	0.40	0.50	0.61
					每股净资产	4.11	4.44	4.86	5.36
					每股经营现金	0.16	0.08	0.11	0.24
					每股股利	0.00	0.07	0.08	0.10
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	707.72	775.11	972.34	1151.47					
PE	25.40	22.06	17.48	14.48					
PB	2.14	1.98	1.81	1.64					
PS	0.69	0.56	0.45	0.38					
EV/EBITDA	16.71	15.33	12.29	10.32					
股息率	0.00%	0.79%	0.91%	1.14%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn