

证券研究报告—动态报告

有色金属

有色金属冶炼

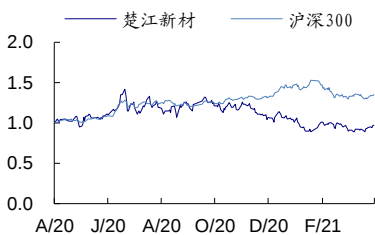
楚江新材(002171)
增持

2020 年年报及 2021 年一季报点评

(首次评级)

2021 年 04 月 26 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,334/1,244
总市值/流通(百万元)	10,416/9,713
上证综指/深圳成指	3,474/14,352
12 个月最高/最低(元)	11.53/7.05

证券分析师：刘孟峦

电话：010-88005312

E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

电话：021-60933161

E-MAIL: yangyaohong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040005

联系人：焦方冉

电话：18560060679

E-MAIL: jiaofangran@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

铜板带龙头地位稳固，军工新材料业务即将放量

● 受疫情等因素影响，公司 2020 年度业绩下滑

2020 年公司营业收入 229.74 亿元，同比增长 34.76%，公司实现归母净利润 2.74 亿元，同比下降 40.51%，扣非归母净利润 2.26 亿元，同比下降 24.16%。2020 年公司经营活动产生的现金流量净额-4.19 亿元。业绩下滑主因受疫情影响，公司金属材料产品和热工装备产品毛利率下滑，募投项目处于达产过程，盈利能力尚未显现。

2021 年一季度，公司实现营业收入 73.38 亿元，同比增长 88.09%，归母净利润 1.20 亿元，同比增长 227.75%，经营活动产生的现金流量净额-7.59 亿元。

● 公司盈利主要来自铜基材料，碳纤维材料和热工装备盈利能力强

2020 年公司实现销售毛利润 16.03 亿元，同比增长 22.25%，铜基材料仍然是公司主要盈利来源，实现毛利润 12.37 亿元，占比 77.15%。高端装备、碳纤维复合材料业务毛利润 2.99 亿元，同比增长 29.69%，占比 18.63%，毛利率 52.41%，维持在较高水平。

● 投资建议：给予“增持”评级

考虑到公司铜基材料募投项目建设稳步推进，碳材料建设项目即将建成投产，预计公司 2021-2023 年营业收入为 357.47/400.37/447.91 亿元，同比增速 55.6/12.0/11.9%，归母净利润分别为 6.76/8.01/9.84 亿元，同比增速 146.5/18.6/22.7%，摊薄 EPS 分别为 0.51/0.60/0.74 元，当前股价对应 PE 为 15.4/13.0/10.6X。公司是国内铜板带龙头企业，巩固发展铜基材料的同时，向碳/碳复合材料和高端热工装备龙头迈进，随着募投项目逐步达产，公司将迎来加速成长，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济下行风险导致铜材需求走弱；公司新增产能进度不及预期。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	17,048	22,974	35,747	40,037	44,791
(+/-%)	30.1%	34.8%	55.6%	12.0%	11.9%
净利润(百万元)	461	274	676	801	984
(+/-%)	12.8%	-40.5%	146.5%	18.6%	22.7%
摊薄每股收益(元)	0.35	0.21	0.51	0.60	0.74
EBIT Margin	4.9%	5.3%	2.2%	2.3%	2.6%
净资产收益率(ROE)	8.4%	4.8%	11.4%	13.2%	15.6%
市盈率(PE)	22.6	38.0	15.4	13.0	10.6
EV/EBITDA	14.1	11.4	20.2	17.9	15.5
市净率(PB)	1.90	1.81	1.76	1.71	1.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

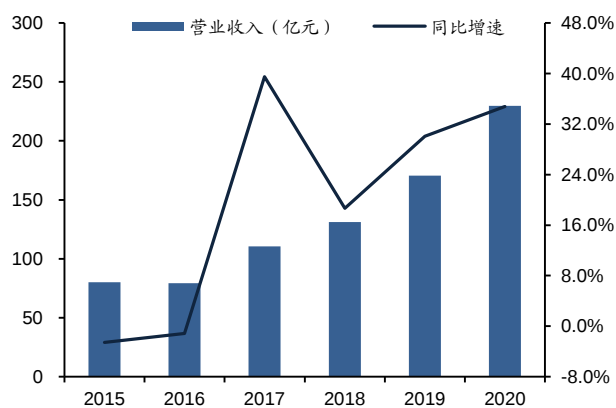
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

受疫情等因素影响，公司 2020 年度业绩下滑

2020 年公司营业收入 229.74 亿元，同比增长 34.76%，公司实现归母净利润 2.74 亿元，同比下降 40.51%，扣非归母净利润 2.26 亿元，同比下降 24.16%。2020 年公司经营活动产生的现金流量净额-4.19 亿元。业绩下滑主因受疫情影响，公司金属材料产品和热工装备产品毛利率下滑，募投项目处于达产过程，盈利能力尚未显现。

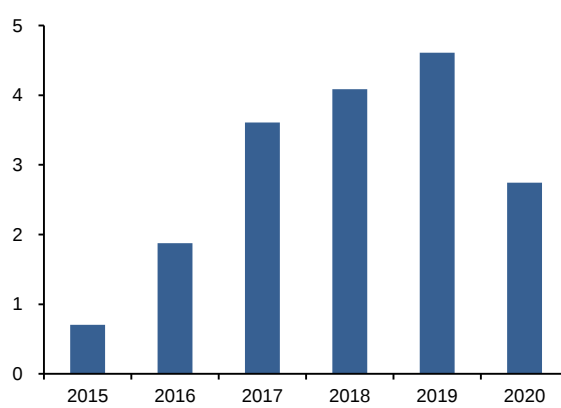
2021 年一季度，公司实现营业收入 73.38 亿元，同比增长 88.09%，归母净利润 1.20 亿元，同比增长 227.75%，经营活动产生的现金流量净额-7.59 亿元，同比下降 393.82%。一季度公司业绩增长主因募投项目“铜合金板带产品升级、产能置换及智能化改造项目”达产优化了产品结构，提升产品毛利率，以及碳纤维材料业务持续向好。

图 1：楚江新材营业收入变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：楚江新材归母净利润变化（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2020 年公司营收结构。公司专注于材料研发与制造，分产品来看，铜基材料如铜杆、铜板带、铜棒线是公司营业收入主要来源，2020 年铜基材料营业收入占营业收入比重为 94.45%。碳纤维复合材料、热工装备业务营业收入 5.70 亿元，同比增长 25.94%，是公司快速增长的业务板块，但营收占比仍然较低。

从产品销量来看，2020 年公司金属材料类产品销量 70.0 万吨，同比增长 19.03%，主因公司募投项目“铜合金板带产品升级、产能置换及智能化改造项目”投产，产销规模增大。报告期内公司顺利发行可转债募集资金 18.3 亿元，将助力公司未来几年在铜基材料领域实现产品升级和规模增长。

图 3：楚江新材营收分产品构成

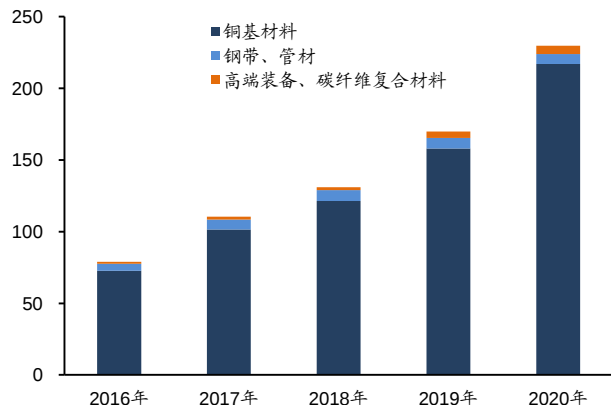
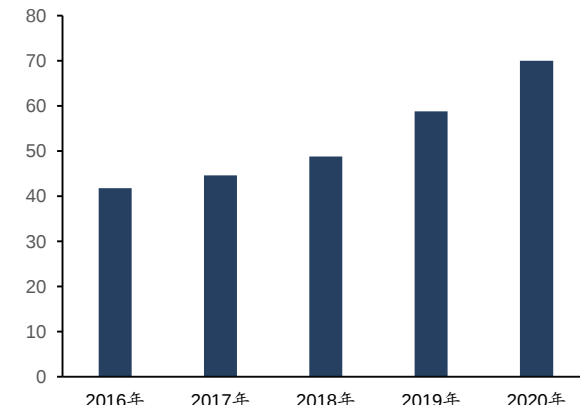


图 4：公司金属材料销量（万吨）

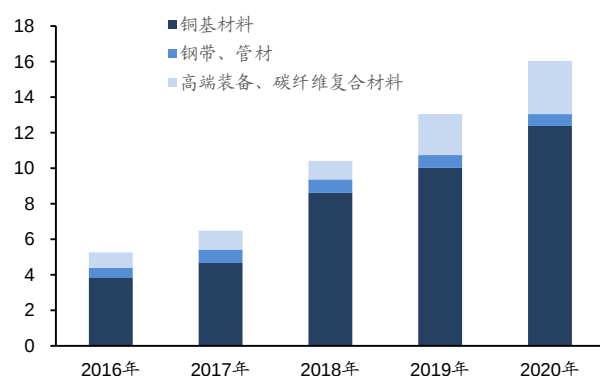


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

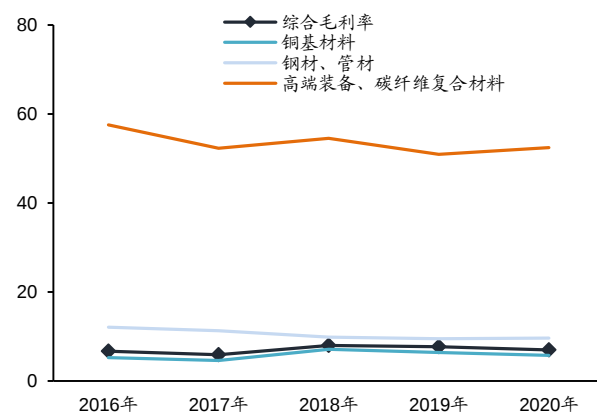
公司盈利主要来自铜基材料，但高端装备、碳纤维复合材料盈利增长迅速。2020年公司实现销售毛利润 16.03 亿元，同比增长 22.25%，铜基材料仍然是公司主要盈利来源，实现毛利润 12.37 亿元，占比 77.15%。高端装备、碳纤维复合材料业务毛利润 2.99 亿元，同比增长 29.69%，占比 18.63%。公司高端装备、碳纤维复合材料业务维持了较强的盈利能力，2020 年毛利率 52.41%，维持在较高水平。公司铜基材料业务毛利率为 5.70%，较 2019 年有所下滑，带动公司整体毛利率水平下滑 0.7 个百分点。

图 5：楚江新材毛利润构成（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：楚江新材主要产品毛利率（%）

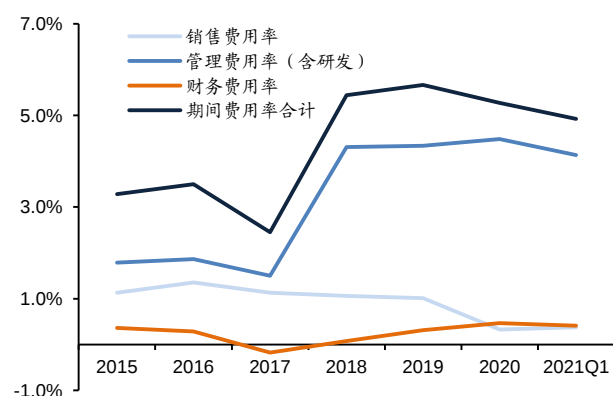


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2020 年公司期间费用率有所下降。2020 年公司期间费用率 0.75 亿元，同比下降 56.49%，主因按照新收入准则将运输费用从销售费用调入营业成本。2020 年公司财务费用 1.07 亿元，同比增加 98.27%，公司营业规模增长带来资金需求增加，借款利息支出及票据贴现利息增加。2020 年公司期间费用增量主要来自研发费用，报告期内公司研发费用 7.86 亿元，同比增加 54.92%，主要是研发项目试制材料费用增长。

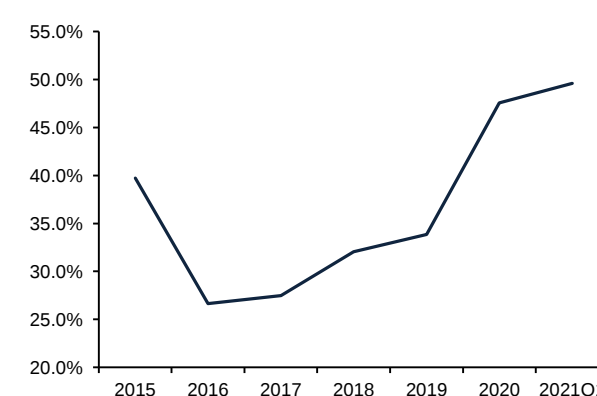
公司资产负债率持续上升。截至 2020 年末，公司资产负债率 47.6%，较 2019 年末有显著增长，主要原因一是公司募投项目达产，产销规模增长，流动资金需求增加，银行短期借款同比增加；二是公司在 2020 年发行 18.3 亿元可转债导致公司应付债券增加 16.54 亿元。

图 7：楚江新材期间费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：楚江新材资产负债率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

铜基材料产能快速扩张，产品结构优化升级

公司是国内铜板带材龙头企业，2020 年公司铜板带材销量 23.45 万吨，占国内市场份额 11.9%，与第二位差距进一步拉大。公司近年来铜基材料板块产能不断扩张，募投项目“铜合金板带产品升级、产能置换及智能化改造项目”已建成投产，新增产能 7.5 万吨。截至 2020 年末，公司可转债募投项目“年产 30 万吨绿色智能制造高精高导铜基材料项目（一期）”已开工建设，“年产 5 万吨高精铜合金带箔材项目”、“年产 6 万吨高精密度铜合金压延带改扩建项目（二、三期）”、“年产 2 万吨高精密度铜合金线材项目”已完成前期设计工作。当前铜板带行业集中度较低，具备进一步整合的空间，公司作为铜板带行业龙头，募投项目稳步推进，未来目标达到 25-30% 市场份额。

碳纤维复合材料产能即将放量

公司子公司天鸟高新核心产品包括碳纤维预制件和特种纤维布，是国内最大的碳/碳复合材料用预制体科研生产基地。公司募投项目“飞机碳刹车预制体技术改造项目”和“碳纤维热场预制体产业化项目”建设稳步推进，截至 2020 年末已完成 65% 的进度，预计今年建成投产，届时可形成年产 480 吨环形高性能碳纤维预制体和年产 650 吨碳纤维热场预制体的生产能力。

盈利预测

考虑到公司铜基材料募投项目建设稳步推进，碳材料建设项目即将建成投产，预计公司 2021-2023 年营业收入为 357.47/400.37/447.91 亿元，同比增速 55.6/12.0/11.9%，归母净利润分别为 6.76/8.01/9.84 亿元，同比增速 146.5/18.6/22.7%，摊薄 EPS 分别为 0.51/0.60/0.74 元，当前股价对应 PE 为 15.4/13.0/10.6X。公司是国内铜板带龙头企业，巩固发展铜基材料的同时，向碳/碳复合材料和高端热工装备龙头迈进，随着募投项目逐步达产，公司将迎来加速成长，首次覆盖给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1696	1151	1265	1371	营业收入	22974	35747	40037	44791
应收款项	1887	2937	3289	3680	营业成本	21371	33726	37834	42334
存货净额	1582	2505	2809	3142	营业税金及附加	61	94	105	118
其他流动资产	1088	1693	1896	2122	销售费用	75	117	131	146
流动资产合计	7002	9033	10007	11062	管理费用	244	1047	1047	1047
固定资产	2303	2779	3232	3661	财务费用	107	107	107	107
无形资产及其他	413	396	380	363	投资收益	(34)	0	0	0
投资性房地产	1519	1519	1519	1519	资产减值及公允价值变动	62	0	0	0
长期股权投资	9	8	8	7	其他收入	(802)	183	183	183
资产总计	11245	13736	15145	16613	营业利润	342	840	995	1222
短期借款及交易性金融负债	2454	4135	5083	6017	营业外净收支	(2)	0	0	0
应付款项	589	932	1045	1169	利润总额	341	840	995	1222
其他流动负债	369	596	666	743	所得税费用	39	96	114	140
流动负债合计	3412	5663	6794	7930	少数股东损益	27	68	80	98
长期借款及应付债券	1660	1660	1660	1660	归属于母公司净利润	274	676	801	984
其他长期负债	276	348	428	519					
长期负债合计	1936	2008	2088	2180	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5348	7671	8882	10110		2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	146	161	179	198	净利润	274	676	801	984
股东权益	5752	5904	6084	6306	资产减值准备	28	9	5	5
负债和股东权益总计	11245	13736	15145	16613	折旧摊销	162	131	159	182
					公允价值变动损失	(62)	0	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	107	107	107	107
	2020	2021E	2022E	2023E	营运资本变动	(1200)	(1925)	(592)	(651)
每股收益	0.21	0.51	0.60	0.74	其它	(21)	6	13	13
每股红利	0.16	0.39	0.47	0.57	经营活动现金流	(819)	(1103)	386	533
每股净资产	4.31	4.43	4.56	4.73	资本开支	(677)	(600)	(600)	(600)
ROIC	14%	7%	7%	8%	其它投资现金流	(259)	0	0	0
ROE	5%	11%	13%	16%	投资活动现金流	(935)	(599)	(599)	(599)
毛利率	7%	6%	6%	5%	权益性融资	1816	0	0	0
EBIT Margin	5%	2%	2%	3%	负债净变化	6	0	0	0
EBITDA Margin	6%	3%	3%	3%	支付股利、利息	(209)	(524)	(621)	(762)
收入增长	35%	56%	12%	12%	其它融资现金流	1092	1681	948	934
净利润增长率	-41%	146%	19%	23%	融资活动现金流	2502	1157	327	172
资产负债率	49%	57%	60%	62%	现金净变动	748	(545)	114	106
息率	2.0%	5.0%	6.0%	7.3%	货币资金的期初余额	949	1696	1151	1265
P/E	38.0	15.4	13.0	10.6	货币资金的期末余额	1696	1151	1265	1371
P/B	1.8	1.8	1.7	1.7	企业自由现金流	(631)	(1703)	(204)	(40)
EV/EBITDA	11.4	20.2	17.9	15.5	权益自由现金流	467	(22)	744	894

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032