

中信证券研究部

核心观点



李超
新材料行业首席
分析师
S1010520010001



敖钟
金属行业首席
分析师
S1010515020001



陈旺
新材料分析师
S1010520090003



张柯
新材料分析师
S1010521100003

公司精密铜带产量国内排名第一，子公司天鸟高新和顶立科技分别是国内唯一产业化生产飞机碳刹车预制件的企业和高端热工装备龙头，结合公司产品序列向光伏热场碳/碳复材、3D 打印材料及构件等领域的延伸拓展，其综合实力和核心竞争力有望持续提升，维持“买入”评级。

■ **2023H1 归母净利润同比-24.02%，Q2 营收创单季历史新高。**公司 2023H1 实现营业收入 215.71 亿元，同比+4.86%；归母净利润/扣非归母净利润 2.13/0.11 亿元，同比-24.02%/-94.08%；经营性现金流-8.43 亿元，同比-0.07%。其中，2023Q1 实现营业收入 95.80 亿元，同比/环比+1.44%/-11.10%；归母净利润 0.95 亿元，同比/环比-16.94%/+181.88%；扣非归母净利润 0.02 亿元，同比/环比-96.86%/不适用。2023Q2 实现营业收入 119.91 亿元，同比/环比+7.77%/+25.18%；归母净利润 1.19 亿元，同比/环比-28.87%/+25.19%；扣非归母净利润 0.08 亿元，同比/环比-91.97%/+237.40%。

■ **营收增长的主要因素：**1) 先进铜基材料板块较 2022H1 量增质升，受益于“年产 30 万吨绿色智能制造高精高导铜基材料项目（一期）”投产，2023H1 实现营收 206.71 亿元，同比+4.89%，实现铜基材料销量 44.32 万吨，同比+7.65%；2) 高性能碳纤维复材板块在保证军品供应的同时加快提升民品规模，子公司天鸟高新 2023H1 实现营收 3.18 亿元，同比+6.53%；3) 高端热工装备板块新材料业务增长较快，随着 3D 打印结构件的批量交付、以及碳化钎涂层项目的建成投产，子公司顶立科技 2023H1 实现营收 2.40 亿元，同比+44.99%；4) 三费率率较为稳定，2023H1 公司的销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.24%/0.83%/0.40%/2.10%，分别同比变动-0.02/+0.06/+0.03/-0.53pcts。

■ **研发和制造融为一体，始终站在先进技术的前沿领域：**根据公司 2023 年中报，2023H1：1) 先进铜基材料板块：子公司安徽鑫海高导取得“两化融合管理体系 AA 级评定证书”；2) 高端热工装备及新材料板块：①建立了湖南省首条金属 3D 打印全产业链生产线，技术涵盖母合金设计、熔炼、制粉、增材制造、热处理、性能检测等，开发的钛基、镍基、铝基等金属基 3D 打印材料及构件达到国际先进水平，已成功运用于航空航天、军工、医疗等领域；②攻克第三代半导体氮化镓和碳化硅单晶生长用原材料和热场材料的关键制备技术与装备，研制的“四高两涂”产品：高纯碳粉、高纯碳化硅粉、高纯碳纤维隔热材料、高纯石墨、碳化硅涂层石墨基座/盘、碳化钎涂层石墨构件，性能指标达国内领先水平。

■ **横纵向扩产延申产品市场，迎接业绩增长点：**根据公司公告的投资者关系活动记录，1) 先进铜基材料板块：目前公司铜基材料产能 65 万吨/年，其中铜带材、铜导体均为 30 万吨/年，铜合金线为 5 万吨/年。此外，随着“15 万吨高端细线生产项目”叠加母线项目推进，十四五末铜导体产能有望突破 50 万吨；2) 高性能碳纤维复材板块（天鸟高新）：一期 480 吨环形高性能碳纤维预制体于 2021 年上半年投产，目前已经满产，二期 650 吨碳纤维热场预制体于今年年初投产，公司预计 2023 年实现全面达产，三期项目公司预计今年建成投产；3) 高性能碳纤维复材板块（芜湖天鸟）：一期 400 吨光伏热场碳/碳复合材料项目产能逐步释放，汽车碳/陶刹车盘研制着力推进中。

■ **风险因素：**原材料价格大幅波动；市场竞争加剧；下游需求不及预期；公司技术突破不及预期；公司产能建设进度不及预期。

楚江新材	002171.SZ
评级	买入 (维持)
当前价	6.82 元
目标价	8.00 元
总股本	1,335 百万股
流通股本	1,300 百万股
总市值	91 亿元
近三月日均成交额	65 百万元
52 周最高/最低价	10.79/6.75 元
近 1 月绝对涨幅	-5.80%
近 6 月绝对涨幅	-14.69%
近 12 月绝对涨幅	-33.43%

■ **盈利预测、估值与评级：**公司精密铜带产量国内排名第一，子公司领跑碳刹车预制件、高端热工装备领域，并向光伏热场碳/碳复材、3D 打印材料及构件等领域延伸拓展，伴随着多领域布局产能的逐步落地，公司产品序列进一步完善，其综合实力和核心竞争力有望持续提升。鉴于市场需求复苏未达预期，且行业竞争激烈，我们下调公司 2023-2024 年归母净利润预测至 5.21/7.96 亿元（原预测为 9.44/11.51 亿元），新增 2025 年预测值为 9.75 亿元，对应 2023-2025 年 EPS 预测分别为 0.39/0.60/0.73 元。参考公司历史估值（截至 2023 年 8 月 23 日，公司近 3 年 PE（TTM）的平均值为 38 倍，平均值减一倍标准差为 19 倍），我们给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应目标价 8 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	37,349.61	40,595.88	44,077.01	49,687.15	54,181.77
营业收入增长率 YoY	63%	9%	9%	13%	9%
净利润(百万元)	567.09	133.67	521.54	796.20	975.35
净利润增长率 YoY	107%	-76%	290%	53%	23%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.42	0.10	0.39	0.60	0.73
毛利率	6%	4%	5%	6%	6%
净资产收益率 ROE	9.20%	2.16%	8.02%	11.14%	12.38%
每股净资产 (元)	4.62	4.63	4.87	5.35	5.91
PE	16.2	68.2	17.5	11.4	9.3
PB	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
PS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	14.8	31.5	14.4	10.2	8.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2023 年 8 月 24 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	37,350	40,596	44,077	49,687	54,182
营业成本	35,085	38,997	41,669	46,646	50,672
毛利率	6.06%	3.94%	5.46%	6.12%	6.48%
税金及附加	108	127	110	124	135
销售费用	110	111	110	124	135
销售费用率	0.29%	0.27%	0.25%	0.25%	0.25%
管理费用	302	322	353	397	433
管理费用率	0.81%	0.79%	0.80%	0.80%	0.80%
财务费用	135	108	158	178	198
财务费用率	0.36%	0.27%	0.36%	0.36%	0.37%
研发费用	1224.41	1054.68	1278.23	1391.24	1462.91
研发费用率	3.28%	2.60%	2.90%	2.80%	2.70%
投资收益	(32)	(93)	0	0	0
EBITDA	1,023	482	1,050	1,483	1,823
营业利润	747	177	678	1,065	1,344
营业利润率	2.00%	0.44%	1.54%	2.14%	2.48%
营业外收入	9	10	4	4	4
营业外支出	43	16	8	8	8
利润总额	713	171	674	1,061	1,340
所得税	107	(5)	101	186	268
所得税率	14.95%	-2.65%	15.00%	17.50%	20.00%
少数股东损益	40	42	52	79	96
归属于母公司股东的净利润	567	134	522	796	975
净利率	1.52%	0.33%	1.18%	1.60%	1.80%

资产负债表（百万元）

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,529	2,531	1,763	1,739	1,625
存货	2,500	2,729	2,697	3,019	3,280
应收账款	1,781	2,227	2,816	3,175	3,462
其他流动资产	1,778	1,917	1,734	1,845	1,925
流动资产	8,588	9,404	9,011	9,778	10,292
固定资产	2,412	2,853	3,063	3,444	3,823
长期股权投资	8	7	7	7	7
无形资产	441	415	477	549	631
其他长期资产	1,812	1,949	2,291	2,358	2,332
非流动资产	4,674	5,223	5,838	6,357	6,792
资产总计	13,262	14,628	14,849	16,135	17,084
短期借款	3,474	3,954	3,759	4,162	4,146
应付账款	488	546	584	654	710
其他流动负债	738	1,028	1,034	1,129	1,205
流动负债	4,700	5,528	5,377	5,944	6,061
长期借款	36	251	251	251	251
其他长期负债	2,004	2,152	2,152	2,152	2,152
非流动性负债	2,040	2,403	2,403	2,403	2,403
负债合计	6,740	7,931	7,780	8,347	8,464
股本	1,335	1,335	1,335	1,335	1,335
资本公积	2,947	2,995	2,995	2,995	2,995
归属于母公司所有者权益合计	6,166	6,184	6,505	7,145	7,881
少数股东权益	356	513	564	643	739
股东权益合计	6,522	6,696	7,069	7,788	8,621
负债股东权益总计	13,262	14,628	14,849	16,135	17,084

现金流量表（百万元）

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后利润	607	175	573	875	1,072
折旧和摊销	204	245	269	323	382
营运资金的变化	-1,041	-438	-331	-628	-496
其他经营现金流	105	186	158	180	199
经营现金流合计	-125	168	669	750	1,156
资本支出	-644	-637	-881	-838	-813
投资收益	-32	-93	0	0	0
其他投资现金流	624	259	-3	-4	-5
投资现金流合计	-51	-471	-884	-842	-818
权益变化	267	156	0	0	0
负债变化	648	68	-195	403	-16
股利支出	-133	-334	-200	-156	-239
其他融资现金流	158	328	-158	-178	-198
融资现金流合计	939	218	-554	68	-452
现金及现金等价物净增加额	763	-85	-768	-24	-114

主要财务指标

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率 (%)					
营业收入	62.57%	8.69%	8.58%	12.73%	9.05%
营业利润	118.08%	-76.30%	283.24%	56.95%	26.23%
净利润	106.78%	-76.43%	290.18%	52.66%	22.50%
利润率 (%)					
毛利率	6.06%	3.94%	5.46%	6.12%	6.48%
EBITDA Margin	2.74%	1.19%	2.38%	2.99%	3.36%
净利率	1.52%	0.33%	1.18%	1.60%	1.80%
回报率 (%)					
净资产收益率	9.20%	2.16%	8.02%	11.14%	12.38%
总资产收益率	4.28%	0.91%	3.51%	4.93%	5.71%
其他 (%)					
资产负债率	50.82%	54.22%	52.39%	51.73%	49.54%
所得税率	14.95%	-2.65%	15.00%	17.50%	20.00%
股利支付率	58.83%	149.76%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd.，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd. 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。