

金属材料毛利率下降影响 22 年业绩表现，一季度环比实现改善

核心观点

事件：公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年全年公司实现营收 405.96 亿元(+8.69%)，归母净利润 1.34 亿元(-76.43%)；2023Q1 实现营收 95.80 亿元(+1.44%)，归母净利润 0.95 亿元(-16.94%)。

- **金属材料板块盈利下滑拖累 22 年业绩，但碳纤维复材及热工装备板块实现快速增长。**
1) 金属材料板块：铜基材料营收 387.58 亿元(+9.26%)，毛利率 2.92%(-2.03pct)；钢基材料营收 7.44 亿元(-22.17%)，毛利率 2.34%(-6.84pct)，该板块毛利率下滑较多的主要原因是：受 22 年下半年国内外宏观经济环境、铜价下跌及消费市场疲软等因素的影响，公司选择降低加工费以保销售规模 and 市场份额。2) 碳纤维复材及高端装备板块：碳纤维复材(子公司天鸟高新)实现营收 7.29 亿元(+21.63%)；高端热工装备(子公司顶立科技)实现营收 4.55 亿元(+45.08%)，板块整体毛利率为 41.16%(-4.38pct)。费用端，22 年公司销售、管理、财务、研发费用率均有下降，使得期间费用率下降 0.81pct 至 3.93%。公司全年综合净利率下滑 1.19pct 至 0.43%。
- **一季度业绩环比改善，在手订单充足。**23Q1 公司实现营收 95.80 亿元，环比下降 11.10%，归母净利润 0.95 亿元，环比增长 181.98%。说明 23 年以来，伴随经济和市场的逐步复苏，依托成本竞争优势和较好的市占率，先进铜基材料板块经营情况正逐步恢复。公司 23Q1 期末合同负债 3.10 亿元，同比增长 29.70%，或表明下游需求旺盛，公司在手订单较充足。期末在建工程达 4.59 亿元，同比增长 74.89%，主要系可转债项目及顶立科技碳化钨产业化项目建设投入增加所致。
- **公司积极围绕项目建设，推动产能提升和产业链的延伸。**报告期内，天鸟高新随着募投项目的投产，产能进一步扩充。同时芜湖天鸟“高性能碳纤维复合材料研发和生产项目”一期工程建成完工，产品面向民品碳纤维热场复合材料和碳/陶刹车盘，进一步将天鸟高新的业务向产业链下游延伸；顶立科技“碳化钨产业化项目”开工建设，项目建成后有利于进一步完善公司在第三代半导体材料领域的产品布局。

盈利预测与投资建议

- 考虑到金属材料板块盈利下滑，调整 23、24 年 eps 为 0.51、0.62 元(原为 0.63、0.76 元)，新增 25 年 eps 预测为 0.74 元。参考 23 年可比公司平均估值，采用分部估值法对应目标价 9.51 元，维持买入评级。

风险提示

铜价大幅波动对加工费的影响；产能释放不及预期

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	37,350	40,596	44,533	49,255	54,982
同比增长(%)	62.6%	8.7%	9.7%	10.6%	11.6%
营业利润(百万元)	747	177	847	1,028	1,235
同比增长(%)	118.1%	-76.3%	378.8%	21.3%	20.2%
归属母公司净利润(百万元)	567	134	686	827	989
同比增长(%)	106.8%	-76.4%	413.4%	20.5%	19.6%
每股收益(元)	0.42	0.10	0.51	0.62	0.74
毛利率(%)	6.1%	3.9%	5.6%	5.8%	6.0%
净利率(%)	1.5%	0.3%	1.5%	1.7%	1.8%
净资产收益率(%)	9.5%	2.2%	10.5%	11.3%	12.1%
市盈率	17.1	72.5	14.1	11.7	9.8
市净率	1.6	1.6	1.4	1.3	1.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入 (维持)

股价 (2023 年 05 月 05 日)	7.26 元
目标价格	9.51 元
52 周最高价/最低价	11.54/6.61 元
总股本/流通 A 股 (万股)	133,453/129,973
A 股市值 (百万元)	9,689
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2023 年 05 月 08 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.83	-3.83	-14.3	2.59
相对表现	2.13	-1.73	-11.29	2.42
沪深 300	-0.3	-2.1	-3.01	0.17



证券分析师

王天一	021-63325888*6126 wangtianyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860510120021
罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518100001
冯函	021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070002
丁昊	dinghao@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080002

联系人

宁小涵	ningxiaohan@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

相关报告

毛利率下滑导致业绩增速不及营收，募投项目稳步推进	2022-08-26
21 年业绩同比+106.78%，产能扩张稳固	2022-04-18
铜基龙头地位，积极布局释放军品潜力	

附录

表 1：楚江新材可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2023/5/5	每股收益（元）				市盈率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
铜加工板块										
海亮股份	002203	12.17	0.61	0.88	1.24	1.63	20.01	13.77	9.83	7.46
博威合金	601137	14.26	0.68	1.22	1.48	1.77	20.98	11.73	9.62	8.04
江西铜业	600362	20.15	1.73	1.85	1.94	1.98	11.64	10.87	10.40	10.15
众源新材	603527	11.87	0.58	0.87	1.33	1.66	20.61	13.60	8.94	7.16
	调整后 平均						20.31	12.67	9.73	7.75
新材料板块										
光威复材	300699	50.71	1.80	2.22	2.72	3.20	28.13	22.80	18.61	15.84
中简科技	300777	50.61	1.35	1.66	2.03	2.26	37.36	30.50	24.96	22.38
天通股份	600330	9.82	0.54	0.51	0.63	0.73	18.09	19.21	15.63	13.38
中航高科	600862	22.43	0.55	0.73	0.94	1.18	40.83	30.90	23.97	19.01
	调整后 平均						32.75	26.65	21.29	17.43

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：2023 年分部估值结果

业务分部	EPS (元)	可比公司平均估值水平	对应目标价 (元)
铜加工	0.31	13	4.06
新材料	0.20	27	5.45
分部估值结果			9.51

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,529	2,531	2,777	3,448	4,069
应收票据及应收账款	2,123	2,677	2,652	2,933	3,274
预付账款	515	651	714	790	881
存货	2,500	2,729	2,941	3,246	3,616
其他	921	816	988	963	1,001
流动资产合计	8,588	9,404	10,071	11,379	12,841
长期股权投资	8	7	8	8	7
固定资产	2,412	2,853	3,149	3,416	3,612
在建工程	237	347	424	412	356
无形资产	441	415	400	385	370
其他	1,575	1,601	1,525	1,523	1,521
非流动资产合计	4,674	5,223	5,506	5,744	5,866
资产总计	13,262	14,628	15,578	17,123	18,707
短期借款	3,474	3,954	4,348	4,842	5,170
应付票据及应付账款	597	741	798	881	981
其他	630	834	773	842	915
流动负债合计	4,700	5,528	5,919	6,564	7,066
长期借款	36	251	251	251	251
应付债券	1,714	1,777	1,654	1,654	1,654
其他	291	375	303	304	305
非流动负债合计	2,040	2,403	2,208	2,209	2,210
负债合计	6,740	7,931	8,127	8,773	9,276
少数股东权益	356	513	567	639	731
股本	1,335	1,335	1,335	1,335	1,335
资本公积	2,516	2,718	2,745	2,745	2,745
留存收益	2,118	1,920	2,606	3,433	4,422
其他	198	211	198	198	198
股东权益合计	6,522	6,696	7,451	8,349	9,431
负债和股东权益总计	13,262	14,628	15,578	17,123	18,707

现金流量表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	607	175	740	899	1,082
折旧摊销	141	201	144	162	178
财务费用	135	108	136	138	141
投资损失	32	93	30	30	30
营运资金变动	(696)	(735)	(367)	(498)	(678)
其它	(344)	326	(9)	3	3
经营活动现金流	(125)	168	675	734	755
资本支出	(487)	(697)	(500)	(400)	(300)
长期投资	1	2	(1)	0	0
其他	435	224	(35)	(30)	(31)
投资活动现金流	(51)	(471)	(537)	(430)	(331)
债权融资	110	351	(177)	12	10
股权融资	(24)	202	27	0	0
其他	853	(335)	257	356	186
筹资活动现金流	939	218	107	368	197
汇率变动影响	(2)	4	-0	-0	-0
现金净增加额	760	(81)	245	671	621

利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	37,350	40,596	44,533	49,255	54,982
营业成本	35,085	38,997	42,025	46,377	51,665
营业税金及附加	108	127	140	154	172
营业费用	110	111	122	135	151
管理费用及研发费用	1,527	1,377	1,511	1,671	1,865
财务费用	135	108	136	138	141
资产、信用减值损失	15	53	22	22	22
公允价值变动收益	1	(1)	(1)	(1)	(1)
投资净收益	(32)	(93)	(30)	(30)	(30)
其他	408	449	302	302	302
营业利润	747	177	847	1,028	1,235
营业外收入	9	10	10	10	10
营业外支出	43	16	16	16	16
利润总额	713	171	841	1,021	1,229
所得税	107	(5)	101	123	147
净利润	607	175	740	899	1,082
少数股东损益	40	42	54	72	92
归属于母公司净利润	567	134	686	827	989
每股收益（元）	0.42	0.10	0.51	0.62	0.74

主要财务比率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	62.6%	8.7%	9.7%	10.6%	11.6%
营业利润	118.1%	-76.3%	378.8%	21.3%	20.2%
归属于母公司净利润	106.8%	-76.4%	413.4%	20.5%	19.6%
获利能力					
毛利率	6.1%	3.9%	5.6%	5.8%	6.0%
净利率	1.5%	0.3%	1.5%	1.7%	1.8%
ROE	9.5%	2.2%	10.5%	11.3%	12.1%
ROIC	6.9%	2.4%	6.5%	7.1%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	50.8%	54.2%	52.2%	51.2%	49.6%
净负债率	41.5%	52.9%	47.1%	40.1%	32.5%
流动比率	1.83	1.70	1.70	1.73	1.82
速动比率	1.29	1.21	1.20	1.24	1.31
营运能力					
应收账款周转率	23.0	20.3	19.1	19.1	19.2
存货周转率	17.1	14.9	14.8	15.0	15.1
总资产周转率	3.0	2.9	2.9	3.0	3.1
每股指标（元）					
每股收益	0.42	0.10	0.51	0.62	0.74
每股经营现金流	-0.09	0.13	0.51	0.55	0.57
每股净资产	4.62	4.63	5.16	5.78	6.52
估值比率					
市盈率	17.1	72.5	14.1	11.7	9.8
市净率	1.6	1.6	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	14.0	29.4	12.7	10.8	9.2
EV/EBIT	16.2	50.2	14.6	12.3	10.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。