

加注碳纤维新动力，铜基龙头蓄势待发

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 半年度报告，2022 年上半年，公司实现营业收入 205.7 亿元，同比增长 19.2%；实现归母净利润 2.8 亿元，同比增长 8.7%。得益于铜基材料和军工碳材料规模持续增长，以及铜基材料均价的上涨，才能在国内疫情反复影响的情况下，保持业绩增长态势。
- **“铜基材料+军用新材料”驱动业绩稳步发展，产品结构高端化换挡。**2022 年上半年，公司铜基材料、高端装备及碳纤维复合材料、铜基材料收入分别为 197.1 亿元、4.4 亿元、4.3 亿元，同比分别增长 20.0 %、16.3%、-5.3%。公司通过技改升级和新项目投建，突破产能瓶颈，提高了产品附加值，铜基材料板块盈利能力进一步增强。军工碳材料板块随着募投项目投产，产能扩充，在手订单充足，2022 年上半年实现营业收入 4.36 亿元，同比增长 16.25%。
- **募投项目加速建设，碳纤维复合材料即将放量。**2022 年上半年公司铜基材料板块“年产 12 万吨高端铜导体材料项目”建成投产，实现铜基材料销量 41.27 万吨，同比增长 4.84%。2022 年 9 月天鸟高新碳纤维复合材料即将放量，量价可观，有望成为公司业绩新的爆发点。未来三年，公司铜基材料板块及军工新材料板块产能持续释放，业绩增长可观。
- **预制件下游空间广阔，军民业务提速发展。**(1) 民用飞机碳刹车盘及预制件：国产化替代需求叠加大飞机量产预期，公司作为国内唯一实现飞机碳刹车盘预制件企业，有望在国内民航客机市场扩容及国产大飞机产业化进程中充分受益。(2) 军用飞机碳刹车盘预制件：目前公司已批量配套我国高性能运输机、战斗机、轰炸机、预警机、舰载机、反潜机及新一代军机等所有型号系列军机刹车预制件，空军装备升级以及老机型更换需求有望为公司军品业务发展奠定基础。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.0 亿元、9.7 亿元、11.9 亿元，对应 EPS 分别为 0.53 元、0.73 元、0.89 元，未来三年归母净利润将保持 28.1%的复合增长率。考虑到公司铜基材料及军工新材料双轮驱动且产能持续释放，我们预测公司 2023 年合理市值为 165.99 亿元，对应 PE 为 17 倍，对应股价为 12.43 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下滑，原材料价格波动，项目投产不达预期，市场竞争加剧。

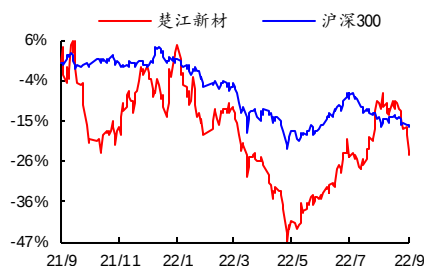
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	37349.61	42842.14	48842.54	55061.78
增长率	62.57%	14.71%	14.01%	12.73%
归属母公司净利润(百万元)	567.09	701.24	974.76	1192.65
增长率	106.78%	23.66%	39.01%	22.35%
每股收益 EPS(元)	0.42	0.53	0.73	0.89
净资产收益率 ROE	9.30%	10.48%	12.93%	13.95%
PE	22	18	13	11
PB	2.04	1.86	1.66	1.46

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn
联系人: 黄腾飞
电话: 13651914586
邮箱: htengf@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)	13.35
流通 A 股(亿股)	12.41
52 周内股价区间(元)	6.67-13.43
总市值(亿元)	124.65
总资产(亿元)	132.62
每股净资产(元)	4.47

相关研究

目 录

1 铜基材料产能扩张，募投项目进展受阻	1
1.1 业绩增速势头减缓 铜基材料业务向好	1
1.2 募投项目加速建设，碳纤维复合材料即将放量	2
2 军工新材料：预制件下游空间广阔，公司尽享龙头红利	3
2.1 碳刹车盘预制件龙头，军民业务提速发展	3
2.2 异形预制件产品：航天、国防重器	5
3 盈利预测与估值	8
3.1 盈利预测	8
3.2 相对估值	11
4 风险提示	12

图 目 录

图 1：2022H1 公司营业收入 205.7 亿元	1
图 2：2022H1 公司归母净利润 2.8 亿元	1
图 3：2017-2022H1 公司主营业务收入拆分（亿元）	1
图 4：2017-2022H1 公司主营业务营收占比	1
图 5：2017-2022H1 公司铜基材料销量情况	2
图 6：2017-2022H1 公司期间费用率情况	2
图 7：2017-2022H1 公司毛利率及净利率情况	2
图 8：飞机碳刹车盘产业链	3
图 9：碳纤维异形预制件产业链	5
图 10：热场材料碳/碳复合材料产业链	6
图 11：热场材料在晶硅产业链应用场景	7
图 12：国内工业炉热场材料市场规模	8

表 目 录

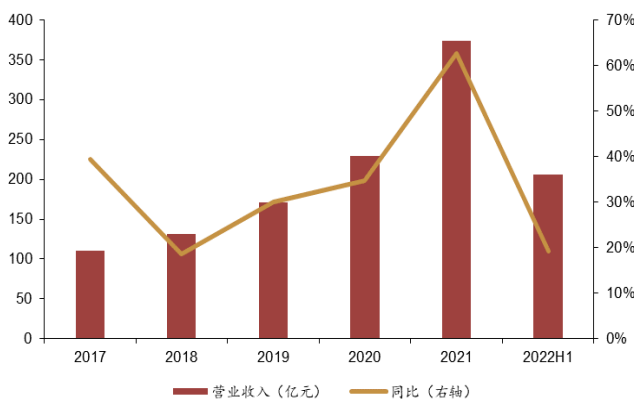
表 1：楚江新材募投项目进度	3
表 2：2021 年国内民航客机预制件用量测算	4
表 3：2021 年国内直拉单晶炉热场材料需求测算	7
表 4：分业务收入及毛利率	10
表 5：铜基材料板块可比公司估值（截止至 8.31 收盘价）	11
表 6：军工新材料可比公司估值（截止至 8.31 收盘价）	11
表 7：高端热工装备可比公司估值（截止至 8.31 收盘价）	12
附表：财务预测与估值	13

1 铜基材料产能扩张，募投项目进展受阻

1.1 业绩增速势头减缓 铜基材料业务向好

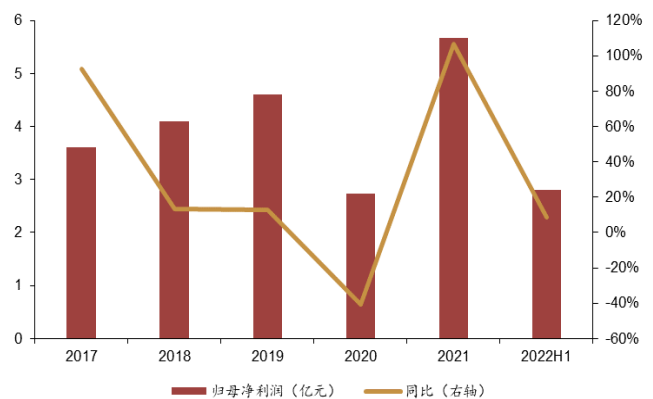
营业收入稳定增长，铜基材料量价齐升。2022 年上半年，公司实现营业收入 205.7 亿元，同比增长 19.2%；实现归母净利润 2.8 亿元，同比增长 8.7%。得益于铜基材料和军工碳材料规模持续增长，以及铜基材料均价的上涨，才能在国内疫情反复影响的情况下，保持业绩增长态势。

图 1：2022H1 公司营业收入 205.7 亿元



数据来源：wind，西南证券整理

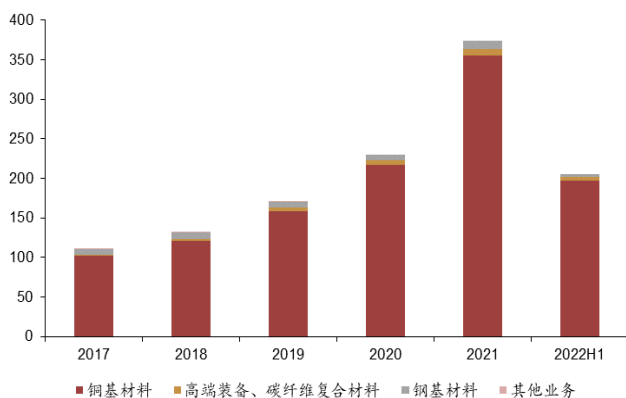
图 2：2022H1 公司归母净利润 2.8 亿元



数据来源：wind，西南证券整理

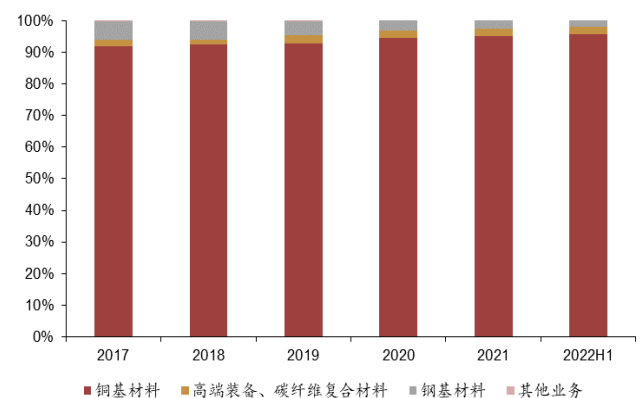
铜基材料占比极高，军工碳材料产能扩充。2022 年上半年，公司铜基材料、高端装备及碳纤维复合材料、铜基材料收入分别为 197.1 亿元、4.4 亿元、4.3 亿元，同比分别增长 20.0%、16.3%、-5.3%。公司主营业务占比集中，2022 年上半年铜基材料、高端装备及碳纤维复合材料、铜基材料营收占比分别 95.8%、2.1%、2.1%。军工碳材料随着募投项目投产，产能扩充，在手订单充足，上半年实现营业收入 4.4 亿元，同比增长 16.3%。

图 3：2017-2022H1 公司主营业务收入拆分（亿元）



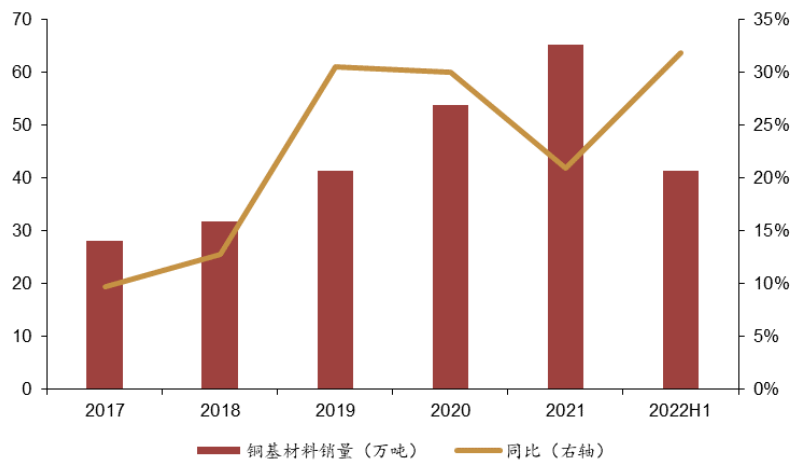
数据来源：wind，西南证券整理

图 4：2017-2022H1 公司主营业务营收占比



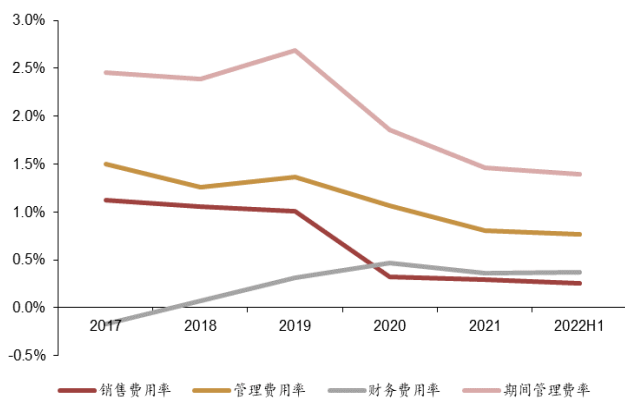
数据来源：wind，西南证券整理

稳坐细分行业龙头，向多个领域布局产能。2022 年上半年公司铜基材料销售量 41.3 万吨，同比增加 31.9%。公司铜基材料产能持续扩张，2021 年高精度铜合金板带产能 10 万吨，位居全国第一。在铜合金线、高端铜导体产品位于细分行业龙头地位。

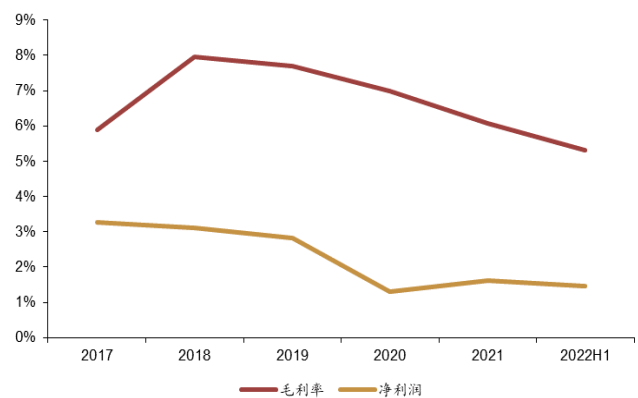
图 5：2017-2022H1 公司铜基材料销量情况


数据来源：Wind，西南证券整理

降本效果明显，毛利率水平持续走低。2022 年上半年公司期间费用率为 1.39%，较去年同期下降 0.21%。其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.26%、0.77%、0.37%，较去年同期分别下降 0.05%、0.11%、0.04%。毛利率为 5.3%，净利率为 1.5%。近年来铜价上涨导致原材料价格上涨，与此同时国内铜加工行业竞争激烈、集中度低，加工制造费上调幅度有限，加之上半年宏观经济和国内疫情的影响，加工制造费平稳中略有下降，导致毛利率水平下降。

图 6：2017-2022H1 公司期间费用率情况


数据来源：wind，西南证券整理

图 7：2017-2022H1 公司毛利率及净利率情况


数据来源：wind，西南证券整理

1.2 募投项目加速建设，碳纤维复合材料即将放量

公司于 2020 年 6 月发行可转债共计募集资金 18.3 亿元，其中年产 2 万吨高精密铜合金线材项目原本预计于 2021 年年底建设完毕，由于受疫情影响及市场结构变化的影响，项目进度有所延缓；年产 6 万吨高精密铜合金压延带材改扩建项目、年产 6 万吨高精密铜合金压延带材改扩建项目、年产 30 万吨绿色智能制造高精高导铜基材料项目原本预计 2022 年年底完成建设，但目前进展缓慢。芜湖天鸟高新一期碳纤维复合材料项目稳步推进，将于 2022 年下半年建成投产。

表 1：楚江新材募投项目进度

项目名称	项目投资总额（万元）	截至期末投资进度（%）	建设计划
高性能碳纤维复材板块	120000	-	2022 年 9 月建成投产
年产 5 万吨高精度铜合金带箔项目	60615	15.38	2022 年底完成建设
年产 6 万吨高精密度铜合金压延带材改扩建项目	27231	11.66	2022 年底完成建设
年产 30 万吨绿色智能制造高精高导铜基材料项目	48559	70.71	2022 年底完成建设
碳纤维热场预制体产业化项目	22600	98.25	2023 年达产
年产 2 万吨高精密铜合金线材项目	8445	1.16	2023 年底完成建设
碳化钼产业化项目	2941	-	2023 年底完成建设

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 军工新材料：预制件下游空间广阔，公司尽享龙头红利

2.1 碳刹车盘预制件龙头，军民业务提速发展

随着世界航空事业的快速发展，飞机负载逐渐趋于大型化，对飞机着陆的速度及机动性能提出了更高要求，原铜基、铁基粉末冶金飞机刹车装置，已满足不了飞机的着陆要求。碳刹车具有低密度、低热膨胀系数和低磨损，并在高温下强度高、热导率高、比热容大和使用温度高等独特性能，正逐渐取代原粉末冶金刹车装置，成为了国际航空业发展的必然趋势。飞机碳刹车预制件作为制备飞机碳刹车盘的重要增强材料，其结构质量对飞机碳刹车盘的各项综合性能有着较大影响。

图 8：飞机碳刹车盘产业链



数据来源：公司公告，西南证券整理

长期以来，国际上的飞机碳刹车盘制备技术（包括预制件技术）及市场被英、美、法三国所垄断。二十世纪八十年代初至今，只有美国 Honeywell 公司、B.F.Goodrich 公司、Goodyer 公司、英国 Dunlop 公司和法国 Messier-Bugatti 公司等三个国家的五大公司为波音公司、空中客车公司提供飞机碳刹车盘。1998 年，天鸟高新成功研发并生产飞机碳刹车预制件，随后中南大学黄伯云院士率领的课题组使用公司研制生产的并成功制备了飞机碳刹车盘，

打破了国外在飞机碳刹车领域的垄断，替代了进口，实现了国产化，标志着我国成为继美、英、法之后第四个能生产高性能碳刹车盘的国家。

2.1.1 民用飞机碳刹车盘及预制件：国产化替代需求叠加大飞机量产预期

飞机碳刹车盘是飞机重要(A类)的消耗性部件，由于我国多样的地理环境和特殊的机场条件，平均使用 1 年左右就需要更换。飞机碳刹车预制件是生产飞机碳刹车盘的关键增强材料，更换新的飞机碳刹车盘就意味着需要使用新的飞机碳刹车预制件，一个飞机碳刹车盘对应一件飞机碳刹车预制件。

目前，除波音 737 系列等少数机型外，波音与空客所生产的飞机已全部装备碳刹车盘。公司生产的飞机碳刹车预制件制备的国产飞机碳刹车盘已成功装备于波音 757-200、ERJ190、MD-90、MA60、空客 A319/A320、空客 A321、空客 A330 等 8 个型号的主流民用飞机。

表 2：2021 年国内民航客机预制件用量测算

机型	数量 (架)	预制件用量 (件)	预制件重量(kg/件)	每架用量 (kg)	需求量 (吨)
A319-100	175	36	4.5	162	28.4
A320-200	1129	36	4.5	162	182.9
A321-100/200	448	36	4.5	162	72.6
A330-200/300	231	72	5	360	83.2
A380-800	5	144	6	864	4.3
B747	22	144	6	864	19.0
B757-200	200	72	4.5	324	64.8
B767	12	72	5.5	396	4.8
B777	63	108	6	648	40.8
B787	26	144	5.4	777.6	20.2
MA-60	15	36	4.5	162	2.4
其他	4	36	2.8	100.8	0.4
合计	2330				523.7

数据来源：公司公告，民航总局，西南证券整理

根据波音公司最新发布的《Commercial Market Outlook 2020-2039》预测，2020-2039 年中国市场飞机交付量将高达 8600 架，至 2039 年中国在运飞机数量将达到 9360 架。在保持 2021 年 50% 的国内飞机总量中民航客机占比以及机型结构不变情况下，我们预测 2039 年国内民航客机碳刹车预制件年均需求将达到 1051.9 吨，国内客机碳刹车盘更换需求将会不断扩张。

在国产客机方面，大飞机 C919 机轮刹车系统采用碳刹车，公司是 C919 碳刹车预制件的唯一供应商。据中国商飞官网数据显示，C919 大型客机国内外用户达到 28 家，订单总数已达到 815 架。今年 5 月 14 日，中国商飞公司即将交付首家用户的首架 C919 大飞机首次飞行试验成功。C919 机型与 A320 机型相当是单通道窄体客机，参考 A320 机型碳刹车系统预制件用量，就目前商飞在手订单而言，预计将新增预制件首次装配量 132.0 吨。

公司作为国内唯一实现飞机碳刹车盘预制件企业，有望在国内民航客机市场扩容及国产大飞机产业化进程中充分受益。

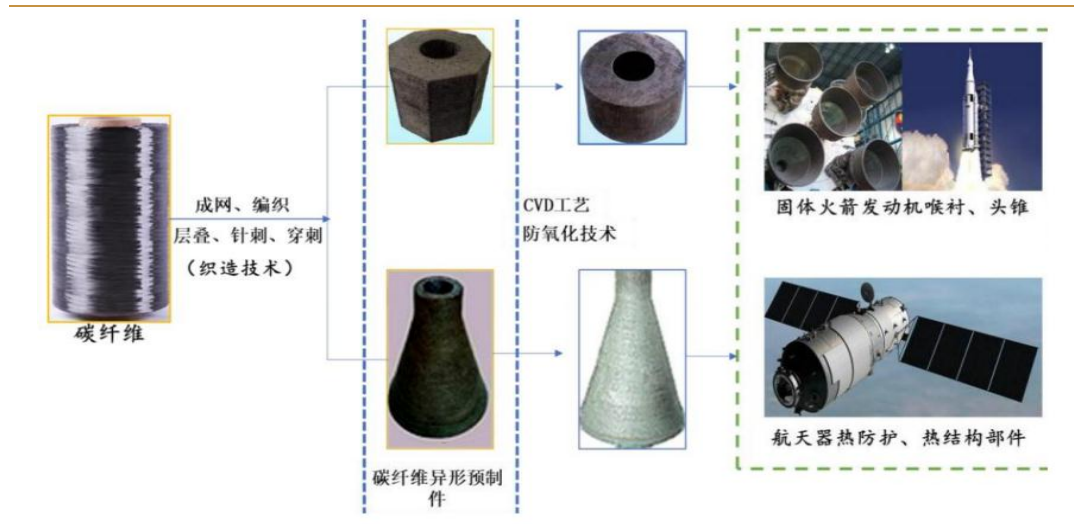
2.1.2 军用飞机碳刹车盘预制件：实现批供列装的民参军龙头企业

1998 年，天鸟高新成功研制出飞机碳刹车预制件，实现我国在碳刹车预制件技术领域的重大突破，同年，装备我国自主研制的碳/碳复合材料刹车盘的歼 10 某型飞机首飞成功，开创了我国军机装配碳刹车盘的新阶段。目前公司已批量配套我国高性能运输机、战斗机、轰炸机、预警机、舰载机、反潜机及新一代军机等所有型号系列军机刹车预制件。近几年随着国内五代机列装，空军装备升级以及老机型更换需求有望为公司军品业务发展奠定基础。

2.2 异形预制件产品：航天、国防重器

天鸟高新生产的碳纤维异形预制件制备的碳/碳复合材料被广泛应用于火箭、航天器等国防军工项目上，并逐步应用于高档轿车、民用重卡、高速列车刹车盘等民用用途。

图 9：碳纤维异形预制件产业链



数据来源：公司公告，西南证券整理

碳纤维异形预制件制备的碳/碳复合材料根据下游应用不同可划分为耐烧蚀材料用碳/碳复合材料及异形预制件、热防护材料用碳/碳复合材料及异形预制件。

2.2.1 耐烧蚀材料用碳/碳复合材料及异形预制件

固体火箭发动机是导弹和宇航领域大量应用的动力装置。固体火箭发动机的喷管是换能器，它将壳体内装药的化学能转变为动能，装药燃烧后产生的高温高压气体经收敛扩散从喷管以马赫数为 3.0~4.5 超音速喷出，从而产生推力，推动火箭飞行。固体火箭喷管由于要承受高达 3500℃ 的燃气温度，5~15MPa 的压力，且液、固体粒子冲刷，高温燃气的化学腐蚀，因而工作环境极为严酷。由于没有冷却系统，燃气的高温必须由其自身承担，特别是喉衬部分工作环境最为恶劣，且要求其尺寸不能因烧蚀冲刷而变化，因此是固体火箭发动机的关键部件之一。

碳/碳复合材料具有优异的耐烧蚀性、力学性能稳定以及可抵抗发动机燃烧造成的负荷，可承受高温、高压和高速二相燃气流的冲刷和化学侵蚀过程，是理想的固体火箭发动机喉衬材料。在 50 年代的第一代喷管多采用高强石墨作为喉衬。在 60 年代以“民兵”导弹作为代

表的喷管多采用钨渗铜、渗银材料作为喉衬。到了 70 年代末以 MX 导弹为代表的喷管多采用碳/碳材料作为喉衬材料，而到了 80 年代由于碳/碳材料制造技术的进步，以三步叉戟导弹为代表，大部分战略导弹都采用了碳/碳喉衬、碳/碳扩散段等材料。到了 90 年代碳/碳螺钉、碳/碳销钉、碳/碳锁片等碳/碳制品陆续应用于固体火箭的喷管。

2.2.2 热防护材料用碳/碳复合材料及异形预制件

以高机动性、远距离精确打击为主要技术特征的导弹、载人飞船及航天飞机等高超声速飞行器已成为航天的主要发展方向。高超声速飞行器在运行过程中，会受到各种干扰，导致表面温度大幅提高，使飞行器面临严重的气动加热问题，对内部造成危害，飞行器热防护系统对飞行器安全起着重要的作用。

目前飞行器发动机为减轻飞行过载，需简化飞行器结构、降低其质量，需选取轻质材料构造防热层，同时所选材料还必须能够起到良好的防热作用，具有较高熔点和高刚度，可承受较强的冲击力，保护飞行器内部环境。碳/碳复合材料具有高强高模比重轻、热膨胀系数小、抗腐蚀性、抗热冲击、耐摩擦性能好、化学稳定性好等一系列优异性能，在航空航天领域，被广泛应用于制造导弹的弹头部件、航天飞机防热结构部件（机翼前缘和鼻锥）以及航空发动机的热端部件。

三维编织的碳/碳复合材料，其石墨化后的热导性能可以满足导弹弹头再入时由 -160°C 至气动加热时 1700°C 的热冲击要求，可以预防弹头鼻锥的热应力过大引起的整体破坏，已在很多战略导弹弹头上得到应用。

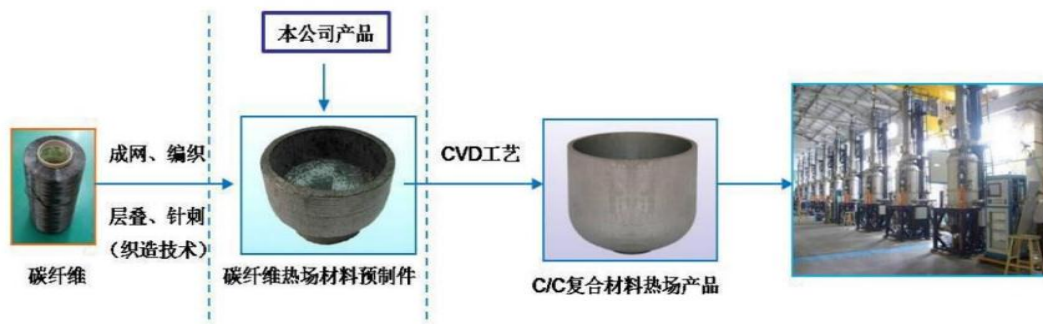
天鸟高新生产的异形预制件产品广泛应用于固体火箭发动机的喉衬、喷管等耐烧蚀材料和高超声速飞行器头锥、机翼前缘等防热材料，天鸟高新对相关产品申请了国防专利，在国内拥有绝对市场地位，无直接竞争对手。

2.2.3 热场材料预制件：军品民用日渐成熟，即将迎来爆发期

碳纤维热场材料预制件是天鸟高新核心技术在民用领域的拓展，利用其生产的碳/碳复合材料具有优越的高温力学性能和抗化学性能，是良好的耐高温结构材料和耐腐蚀材料，不仅可以用于半导体材料和太阳能光伏热处理设备，还可以广泛应用于核工业、钢铁工业、磁性材料、有色金属、玻璃工业、高温模具、陶瓷工业等领域。

与国外同类产品相比，利用天鸟高新研制的预制件生产的碳纤维热场材料使用寿命更长、成本更低，打破了国外的垄断，替代进口，实现了国产化。

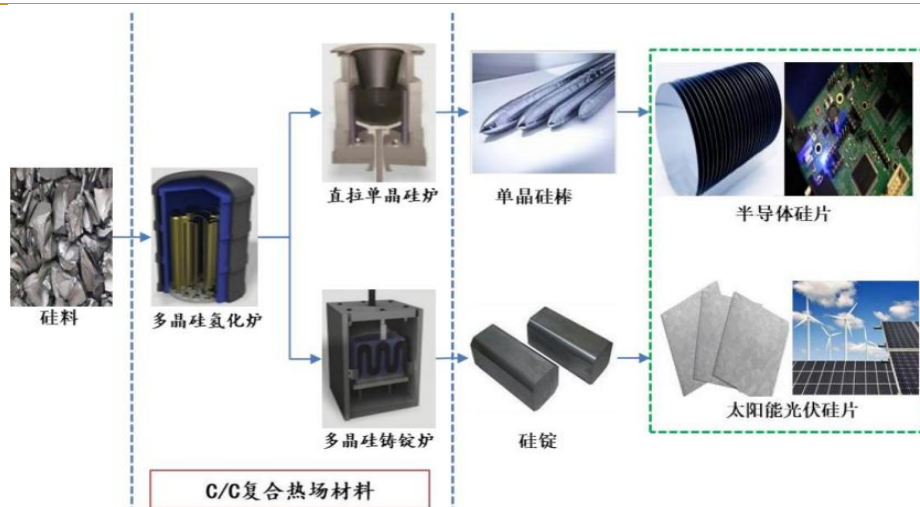
图 10：热场材料碳/碳复合材料产业链



数据来源：公司公告，西南证券整理

单晶硅、多晶硅是半导体产业及太阳能光伏产业的重要原材料，需求量呈现上涨趋势。热场材料是直拉单晶硅炉、多晶硅氢化炉、多晶硅铸锭炉的重要消耗材料。热场材料温度梯度的分布、温度的传导、隔热将直接影响晶体质量，进而影响到下游硅晶电池的品质与转化率。国内高温工业设备热场材料主要以石墨和碳/碳复合材料为主。碳纤维预制件增强的碳/碳复合材料不仅具有石墨材料的特性，而且与石墨相比，具有质量轻、耐烧蚀性好、抗热冲击性好、损伤容限高、高温强度高、导电、导热、隔热、保温等突出特点。由于石墨材料的局限性，特别是抗热振性，针对大型热场零件，石墨材料已无法满足加工条件，作为高温工业设备热场材料，碳/碳复合材料无疑是替代石墨的最佳新材料。

图 11：热场材料在晶硅产业链应用场景



数据来源：公司公告，西南证券整理

碳/碳复合热场材料是晶硅炉的重要消耗材料，根据使用频率需要进行更换，每年存量炉数的消耗量都将给天鸟高新碳纤维热场材料预制件带来较大的市场需求。

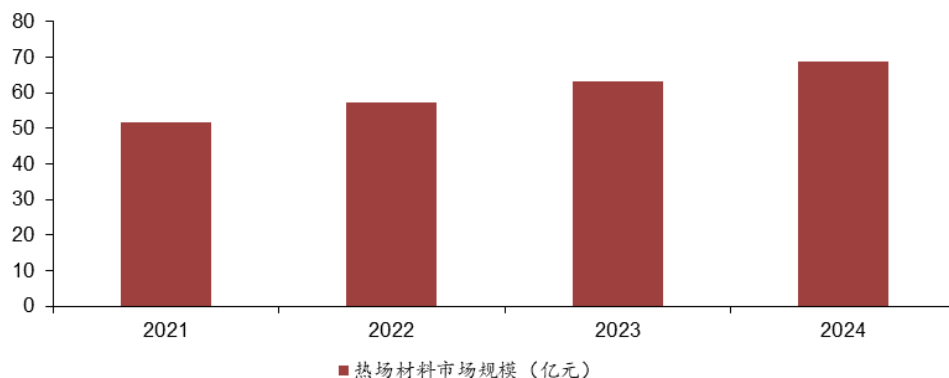
表 3：2021 年国内直拉单晶炉热场材料需求测算

直拉单晶炉尺寸	炉数（台）	年需求（吨/台）	需求总量（吨）
24 吋以下	1826	0.2	365.2
26 吋	2395	0.24	574.8
28 吋	6086	0.25	1521.5
23 吋	16613	0.26	4319.4
合计	26920		6780.9

数据来源：公司公告，西南证券整理

根据智研咨询预测，2024 年国内工业炉用热场材料市场规模有望达到 68.8 亿元，较 2021 年 51.7 亿元增长 33.1%。

图 12：国内工业炉热场材料市场规模



数据来源：智研咨询，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

由于热工设备及军工新材料业务公司没有公布分产品的成本及毛利率数据，我们根据过去的几年的数据，假设热工设备 2022-2024 年毛利率均为 45%；军工新材料及其子板块 2022-2024 年毛利率分别为 50.00%/55.00%/55.00%。

高精度铜板带：根据公司募投项目投产节奏，考虑到公司产能处在爬坡阶段且满产满销，预计 2022-2024 年公司产能利用率均为 100%，对应销量分别为 28.03/31.95/35.00 万吨。根据产品价格较为稳定以及原材料上涨趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 8%/-10%/2%，单位成本分别提高 10%/-11%/1%，对应毛利率分别为 5.44%/5.96%/6.42%。

铜合金线材：根据公司募投项目投产节奏，考虑到公司产能处在爬坡阶段且满产满销，预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 100%/110%/115%，对应销量分别为 5.80/6.38/6.67 万吨。根据产品价格较为稳定以及原材料上涨趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 10%/-10%/2%，单位成本分别提高 12%/-11%/1%，对应毛利率分别为 4.90%/5.43%/6.36%。

铜导体材料/铜杆：根据公司募投项目投产节奏，考虑到公司产能处在爬坡阶段且满产满销，预计 2022-2024 年公司产能利用率均为 100%，对应销量分别为 33.00/45.00/49.50 万吨。根据产品价格较为稳定以及原材料上涨趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 12%/-10%/2%，单位成本分别提高 10%/-10%/2%，对应毛利率分别为 4.73%/4.73%/5.20%。

精密钢带：根据公司募投项目投产节奏，考虑到公司产能处在爬坡阶段且满产满销，预计 2022-2024 年公司产能利用率均为 100%，对应销量均为 17.82 万吨。根据产品价格较为稳定以及原材料上涨趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 17%/-8%/2%，单位成本分别提高 20%/-9%/2%，对应毛利率分别为 10.15%/10.64%/11.08%。

热工设备：根据公司产能规划，考虑到公司产能爬坡且满产满销，预计 2022-2024 年公司销量分别为 150/170/190 台。根据调研数据，预计 2022-2024 年销售价格均为 120 万元/台。由于公司没有公布成本及毛利率数据，我们预计 2022-2024 年毛利率均为 45.00%。

异形预制件：根据公司产能规划，考虑到公司产能处在爬坡阶段且满产满销，预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 60%/70%/100%，对应销量分别为 300/420/700 吨。根据产品价格较为稳定以及原材料上涨趋势，预计 2022-2024 年销售价格均为 77 万元/吨。由于公司没有公布成本及毛利率数据，根据过去几年数据，我们预计公司军工新材料及其子板块 2022-2024 年毛利率分别为 50.00%/55.00%/55.00%。

刹车预制件：根据公司产能规划，考虑到公司产能处在爬坡阶段且满产满销，预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 50%/60%/70%，对应销量分别为 319/382/446 吨。根据产品价格较为稳定以及原材料上涨趋势，预计 2022-2024 年销售价格均为 70 万元/吨。由于公司没有公布成本及毛利率数据，根据过去几年数据，我们预计公司军工新材料及其子板块 2022-2024 年毛利率分别为 50.00%/55.00%/55.00%。

热场预制体：根据公司产能规划，考虑到公司产能处在爬坡阶段且满产满销，预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 30%/50%/70%，对应销量分别为 450/823/1430 吨。根据产品价格较为稳定以及原材料上涨趋势，预计 2022-2024 年销售价格均为 33 万元/吨。由于公司没有公布成本及毛利率数据，根据过去几年数据，我们预计公司军工新材料及其子板块 2022-2024 年毛利率分别为 50.00%/55.00%/55.00%。

特种纤维布：根据公司无新增产能及满产满销，预计 2022-2024 年公司产能利用率均为 100%，对应销量均为 294 吨。根据产品价格较为稳定以及原材料上涨趋势，预计 2022-2024 年销售价格均为 27 万元/吨。由于公司没有公布成本及毛利率数据，根据过去几年数据，我们预计公司军工新材料及其子板块 2022-2024 年毛利率分别为 50.00%/55.00%/55.00%。

碳纤维预浸布：根据公司无新增产能及产品供不应求，预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 50%/150%/150%，对应销量分别为 147/441/450 平方米。根据产品价格较为稳定以及原材料上涨趋势，预计 2022-2024 年销售价格分别为 50/51/51 元/平方米。由于公司没有公布成本及毛利率数据，根据过去几年数据，我们预计公司军工新材料及其子板块 2022-2024 年毛利率分别为 50.00%/55.00%/55.00%。

光伏热场碳/碳复合材料：根据公司产能规划，考虑到公司产能处在爬坡阶段且满产满销，预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 20%/30%/40%，对应销量分别为 80/240/600 吨。根据产品价格较为稳定以及参考同行业公司产品价格，预计 2022-2024 年销售价格均为 86 万元/吨。由于公司没有公布成本及毛利率数据，根据过去几年数据，我们预计公司军工新材料及其子板块 2022-2024 年毛利率分别为 50.00%/55.00%/55.00%。

其他业务：根据过去几年数据，假设公司 2022-2024 年其他收入与 2021 年保持一致，毛利率均为 10%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
高精度铜板带	收入	143.39	149.16	153.02	170.99
	增速	75.03%	4.02%	2.59%	11.74%
	毛利率	7.16%	5.44%	5.96%	6.42%
铜合金线材	收入	26.76	30.37	30.07	32.06
	增速	69.97%	13.48%	-1.00%	6.64%
	毛利率	6.60%	4.90%	5.43%	6.36%
铜导体材料/铜杆	收入	184.57	227.24	278.89	312.92
	增速	54.70%	23.12%	22.73%	12.20%
	毛利率	3.00%	4.73%	4.73%	5.20%
精密钢带	收入	9.56	11.59	10.66	10.88
	增速	35.38%	21.31%	-8.00%	2.00%
	毛利率	9.18%	10.15%	10.64%	11.08%
热工设备	收入	1.75	1.80	2.04	2.28
	增速	5.94%	2.97%	13.33%	11.76%
	毛利率	44.00%	45.00%	45.00%	45.00%
军工新材料	收入	7.45	8.24	13.73	21.48
	增速	118.83%	10.66%	66.61%	56.44%
	毛利率	51.25%	50.00%	55.00%	55.00%
1、异形预制件	收入	3.70	2.31	3.23	5.39
	增速	76.19%	-37.57%	40.00%	66.67%
	毛利率	-	50.00%	55.00%	55.00%
2、刹车预制件	收入	1.24	2.23	2.68	3.12
	增速	193.40%	79.49%	20.00%	16.67%
	毛利率	-	50.00%	55.00%	55.00%
3、热场预制体	收入	1.16	1.49	2.71	4.72
	增速	496.15%	27.74%	82.78%	73.87%
	毛利率	-	50.00%	55.00%	55.00%
4、特种纤维布	收入	0.71	0.79	0.79	0.79
	增速	66.67%	11.41%	0.00%	0.00%
	毛利率	-	50.00%	55.00%	55.00%
5、碳纤维预浸布	收入	0.63	0.74	2.25	2.30
	增速	144.90%	16.67%	206.00%	2.04%
	毛利率	-	50.00%	55.00%	55.00%
6、光伏热场碳/碳复合材料	收入	-	0.69	2.06	5.16
	增速	-	-	200.00%	150.00%
	毛利率	-	50.00%	55.00%	55.00%
其他业务	收入	0.02	0.02	0.02	0.02
	增速	-97.19%	0.00%	0.00%	0.00%

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
合计	毛利率	10.25%	10.00%	10.00%	10.00%
	收入	373.50	428.42	488.43	550.62
	增速	62.57%	14.71%	14.01%	12.73%
	毛利率	6.06%	6.18%	6.87%	7.87%

数据来源：wind，西南证券整理

3.2 相对估值

基于公司主营业务可分为两大板块，我们采用分部估值法对公司价值进行衡量。

1) 铜基材料

我们选取博威合金、海亮股份、金田股份、鑫科材料作为楚江新材铜基材料板块的可比公司，2022-2024 年平均 PE 为 22/15/12 倍。楚江新材铜基材料板块未来最大的看点有两个：

1) 高端铜产品占比持续提升，盈利能力增强；2) 募投项目均为高牌号铜合金产品，产能持续释放，助力业绩增长。我们预测 2023 年公司铜基材料板块归母净利润为 4.73 亿元，结合对标公司的估值和目前楚江新材在铜基材料板块产品偏低端，给予 2023 年公司铜基材料板块低于平均的 13 倍 PE，对应铜基材料板块市值为 61.49 亿元。

表 5：铜基材料板块可比公司估值（截止至 8.31 收盘价）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
601137.SH	博威合金	16.68	0.39	0.80	1.07	1.32	31.03	20.78	15.60	12.64
002203.SZ	海亮股份	11.00	0.56	0.74	1.07	1.40	19.03	14.89	10.25	7.86
601609.SH	金田股份	7.70	0.50	0.63	0.80	0.89	15.04	12.23	9.57	8.62
600255.SH	鑫科材料	2.76	0.03	0.07	0.12	0.15	64.31	40.75	23.67	18.55
平均值							32.35	22.16	14.77	11.92

数据来源：wind，西南证券整理

2) 军工新材料

我们选取金博股份、天宜上佳作为楚江新材军工新材料板块的可比公司，2022-2024 年平均 PE 为 35/25/19 倍。楚江新材军工新材料板块未来最大的看点有两个：1) 天鸟高新是国内唯一的军品碳纤维预制体生产企业，无直接竞争对手，专利具体排他性，技术壁垒较高；2) 天鸟高新碳纤维复合材料产能持续释放，量价可观，具备业绩爆发的潜力。我们预测 2023 年公司军工新材料板块归母净利润为 4.61 亿元，结合对标公司的估值和目前楚江新材在军工新材料板块高端产品占比持续提升，给予 2023 年公司军工新材料板块 20 倍 PE，对应军工新材料板块市值为 92.20 亿元。

表 6：军工新材料可比公司估值（截止至 8.31 收盘价）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
688598.SH	金博股份	286.37	6.25	7.29	9.56	12.48	39.69	39.29	29.95	22.95
688033.SH	天宜上佳	22.85	0.39	0.74	1.14	1.44	53.87	30.82	20.05	15.84

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
平均值							46.78	35.06	25.00	19.39

数据来源：wind，西南证券整理

3) 高端装备

我们选取晶盛机电、捷佳伟创作为楚江新材高端装备板块的可比公司，2022-2024 年平均 PE 为 43/33/26 倍。楚江新材高端装备板块未来最大的看点有两个：1) 顶立科技在国内超高温热工装备领域保持绝对领先地位，产品系列齐全且均保持技术领先，技术壁垒较高；2) 公司突破产能瓶颈，产能持续释放，助力业绩增长。我们预测 2023 年公司高端装备板块归母净利润为 0.41 亿元，结合对标公司的估值和目前楚江新材在高端装备板块高端产品占比持续提升，给予 2023 年公司高端装备板块 30 倍 PE，对应高端装备板块市值为 12.30 亿元。

表 7：高端热工装备可比公司估值（截止至 8.31 收盘价）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300316.SZ	晶盛机电	76.00	1.33	2.00	2.68	3.30	42.87	37.97	28.36	23.04
688033.SH	捷佳伟创	132.99	2.06	2.78	3.62	4.55	60.36	47.77	36.75	29.21
平均值							51.61	42.87	32.55	26.13

数据来源：wind，西南证券整理

综合以上三大业务的估值，我们预测公司 2023 年合理市值为 165.99 亿元，对应 PE 为 17 倍，对应股价为 12.43 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

4 风险提示

宏观经济下滑，原材料价格波动，项目投产不达预期，市场竞争加剧。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	37349.61	42842.14	48842.54	55061.78	净利润	606.76	750.29	1042.95	1276.09
营业成本	35085.46	40195.60	45486.03	50727.52	折旧与摊销	203.57	203.80	203.80	203.80
营业税金及附加	108.07	128.53	195.37	330.37	财务费用	135.19	291.53	312.71	383.86
销售费用	109.63	428.42	488.43	660.74	资产减值损失	-10.45	5.00	5.50	6.05
管理费用	302.13	514.11	634.95	825.93	经营营运资本变动	-692.71	1632.77	-585.05	-776.34
财务费用	135.19	291.53	312.71	383.86	其他	-367.70	344.96	414.81	505.19
资产减值损失	-10.45	5.00	5.50	6.05	经营活动现金流净额	-125.33	3228.35	1394.73	1598.65
投资收益	-31.74	-350.00	-420.00	-504.00	资本支出	-339.46	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.32	-5.20	-5.01	-4.02	其他	288.40	-986.25	-1025.01	-1008.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-51.06	-966.25	-1025.01	-1008.02
营业利润	746.87	923.77	1294.54	1619.29	短期借款	1019.62	-173.47	601.59	527.84
其他非经营损益	-33.47	-19.80	-22.65	-24.18	长期借款	30.21	50.00	50.00	50.00
利润总额	713.40	903.97	1271.89	1595.11	股权融资	99.28	200.00	0.00	0.00
所得税	106.64	153.67	228.94	319.02	支付股利	-128.20	-113.42	-140.25	-194.95
净利润	606.76	750.29	1042.95	1276.09	其他	-81.61	-470.00	-281.02	-351.60
少数股东损益	39.67	49.06	68.19	83.44	筹资活动现金流净额	939.30	-506.89	230.32	31.29
归属母公司股东净利润	567.09	701.24	974.76	1192.65	现金流量净额	760.45	1755.21	600.04	621.92
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2529.00	4284.21	4884.25	5506.18	成长能力				
应收和预付款项	2691.44	2322.84	2658.35	2981.83	销售收入增长率	62.57%	14.71%	14.01%	12.73%
存货	2500.02	1199.16	1817.44	2531.15	营业利润增长率	118.08%	23.68%	40.14%	25.09%
其他流动资产	868.03	1842.63	2190.74	2575.31	净利润增长率	101.12%	23.66%	39.01%	22.35%
长期股权投资	8.12	8.12	8.12	8.12	EBITDA 增长率	77.38%	30.72%	27.62%	21.86%
投资性房地产	6.69	6.69	6.69	6.69	获利能力				
固定资产和在建工程	2649.54	2500.41	2351.29	2202.17	毛利率	6.06%	6.18%	6.87%	7.87%
无形资产和开发支出	1654.16	1579.83	1525.50	1471.17	三费率	1.46%	2.88%	2.94%	3.40%
其他非流动资产	355.48	355.13	354.78	354.43	净利率	1.62%	1.75%	2.14%	2.32%
资产总计	13262.48	14099.04	15797.18	17637.05	ROE	9.30%	10.48%	12.93%	13.95%
短期借款	3473.65	3300.18	3901.77	4429.61	ROA	4.58%	5.32%	6.60%	7.24%
应付和预收款项	875.72	1323.94	1468.96	1591.29	ROIC	6.94%	8.88%	11.79%	13.10%
长期借款	36.21	86.21	136.21	186.21	EBITDA/销售收入	2.91%	3.31%	3.71%	4.01%
其他负债	2354.65	2227.90	2226.72	2285.28	营运能力				
负债合计	6740.23	6938.22	7733.66	8492.39	总资产周转率	3.05	3.13	3.27	3.29
股本	1334.53	1334.53	1334.53	1334.53	固定资产周转率	17.24	18.33	22.32	27.00
资本公积	2947.04	3147.04	3147.04	3147.04	应收账款周转率	22.99	27.94	35.51	35.33
留存收益	2117.55	2705.37	3539.88	4537.58	存货周转率	17.13	21.62	30.07	23.29
归属母公司股东权益	6166.27	6755.78	7590.29	8587.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.85%	—	—	—
少数股东权益	355.98	405.04	473.23	556.67	资本结构				
股东权益合计	6522.25	7160.82	8063.52	9144.66	资产负债率	50.82%	49.21%	48.96%	48.15%
负债和股东权益合计	13262.48	14099.04	15797.18	17637.05	带息债务/总负债	77.50%	73.51%	74.37%	74.53%
					流动比率	1.83	2.00	2.09	2.19
					速动比率	1.30	1.75	1.76	1.78
					股利支付率	22.61%	16.17%	14.39%	16.35%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1085.64	1419.09	1811.05	2206.95	每股收益	0.42	0.53	0.73	0.89
PE	22.17	17.93	12.90	10.54	每股净资产	4.62	5.06	5.69	6.44
PB	2.04	1.86	1.66	1.46	每股经营现金	-0.09	2.42	1.05	1.20
PS	0.34	0.29	0.26	0.23	每股股利	0.10	0.08	0.11	0.15
EV/EBITDA	13.21	8.33	6.22	4.86					
股息率	1.02%	0.90%	1.12%	1.55%					

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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn