

# 以智能制造为基，打造军工装备新材料强者

## ——楚江新材（002171）深度报告

2016年03月18日

推荐/首次

楚江新材

深度报告

### 报告摘要：

公司收购顶立科技后，借助其大型高温热工装备和新材料技术储备上的优势，转型迈入军工装备和碳纤维复合材料供应商。

- ◆ **智能制造铸发展新引擎。** 顶立科技具备独特的温控自适应技术和碳纤维复合材料构件的智能制造技术，确保公司在大型高温热工装备领域建立了极高的技术壁垒，有望未来在航空航天、国防军工等国内高端装备、新材料领域开发出更多的高附加值的进口替代产品。
- ◆ **军民融合发展，期待未来超预期表现。** 2015年公司40%的订单来自于军工单位，随着公司“军工四证”资质完备，未来有望在军品市场有超预期的表现。
- ◆ **募投促新材料产业化，打开成长天花板；** 金属基3D打印材料产业化、低成本石墨提纯技术制造锂电池负极材料、高端军用碳纤维复合材料产业化。

**公司铜加工主业：产能替换，高端铜板带材进口替代空间巨大。** 目前国内每年需要进口各类连接器的铜板带材约12万吨，公司产品线升级后可替换30%的进口份额，且此类高端铜板带材的加工费是传统的3-4倍。

**公司盈利预测及投资评级。** 顶立科技在非标热工装备制造上的较高的毛利率水平（2015年公司销售毛利率高达51.6%），将成为公司利润的主要贡献者，且由于军工订单占比较高（2015年占比40%以上），未来将具备超预期的市场表现，在募投项目实施投产后，军工新材料业绩也有望稳步释放。

我们预计公司2016-2018年营业收入分别为88.27亿元、91.2亿元和95.12亿元；每股收益分别为0.36元、0.44元和0.56元，对应PE分别为42X、34X和27X；结合分部估值，公司铜加工部分EPS 0.225元按30PE对应股价为6.75元，顶立科技部分EPS 0.135元按85PE对应股价为11.48元，公司的合理估值对应的股价为18.23元，我们给予公司6个月目标价18.23元，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	8,222.64	8,011.22	8,827.41	9,119.78	9,511.64
增长率(%)	113.78%	-2.57%	10.19%	3.31%	4.30%
净利润(百万元)	55.95	75.88	165.44	203.18	255.88
增长率(%)	356.71%	34.45%	126.60%	23.39%	26.60%
净资产收益率(%)	4.78%	4.24%	9.25%	11.16%	13.74%
每股收益(元)	0.13	0.18	0.36	0.44	0.56
PE	116.85	84.39	42.32	34.29	27.09
PB	5.52	4.06	3.91	3.83	3.72

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

### 刘岗

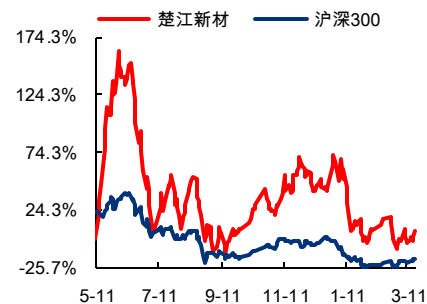
010-66554021

liugang@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间(元)	15.19-13.07
总市值(亿元)	67.55
流通市值(亿元)	49.2
总股本/流通A股(万股)	44471/32390
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.91

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 目 录

1. 铜加工龙头不断谋求发展与转型 .....	4
2. 顶立科技，智能制造+高端热工装备+新材料.....	4
2.1 智能制造铸发展新引擎 .....	6
2.2 科技创新引领，军民融合发展 .....	7
2.3 募投促新材料产业化，打开成长天花板 .....	9
2.3.1 金属基 3D 打印材料的产业化，有望打开军用高端市场.....	9
2.3.2 低成本、无污染石墨提纯技术 .....	11
2.3.3 定位军品高端的碳纤维复合材料产业化 .....	12
3. 铜加工主业：产能替换，结构升级 .....	13
4. 盈利预测及估值.....	15
5. 投资评级.....	16

## 表格目录

表 1: 顶立科技热工装备一览.....	5
表 2: 顶立科技所拥有的各项军工资质 .....	8
表 3: 募投资金投入项目类别.....	9
表 4: 顶立科技提供的 3D 打印金属原料 .....	11
表 5: 楚江新材旗下子公司业绩承诺完成情况一览 .....	15
表 6: 公司收入预测表.....	16
表 7: 同类型上市公司市盈率比较表.....	16
表 8: 公司盈利预测表.....	18

## 插图目录

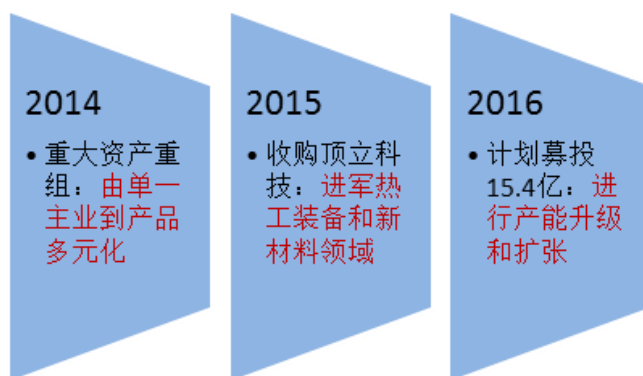
图 1: 近年来楚江新材连续进行重组、收购与扩张.....	4
图 2: 楚江新材股权结构 .....	4
图 3: 真空热处理设备.....	5
图 4: 粉末冶金设备.....	5
图 5: 顶立科技重大科研项目结下累累硕果 .....	6
图 6: 工业 4.0 智能工厂.....	6
图 7: 温度均匀性自适应调控技术 .....	7
图 8: 高温石墨化炉.....	7
图 9: 真空化学气相沉积炉.....	7
图 10: 由“军工四证”构成的军工资质认证体系 .....	8
图 11: 骨科金属 3d 打印件 .....	9

图 12: 金属零件 3d 打印件.....	9
图 13: 等离子旋转电极雾化制粉设备.....	11
图 14: 主要石墨提纯方法对比.....	11
图 15: 石墨的价格在提纯后大幅上升.....	12
图 16: 复合材料的应用领域.....	12
图 17: 强度高、重量轻的碳纤维复合材料.....	13
图 18: 在航空领域，碳纤维复合材料广泛应用.....	13
图 19: 主要高端铜材应用.....	14
图 20: 白铜：添加镍的铜合金，显著提高机械性能.....	14
图 21: 磷铜：添加磷的铜合金，耐蚀耐腐.....	14
图 22: 连接器在汽车中广泛使用.....	15
图 23: 集成电路中大量使用铜材.....	15

## 1. 铜加工龙头不断谋求发展与转型

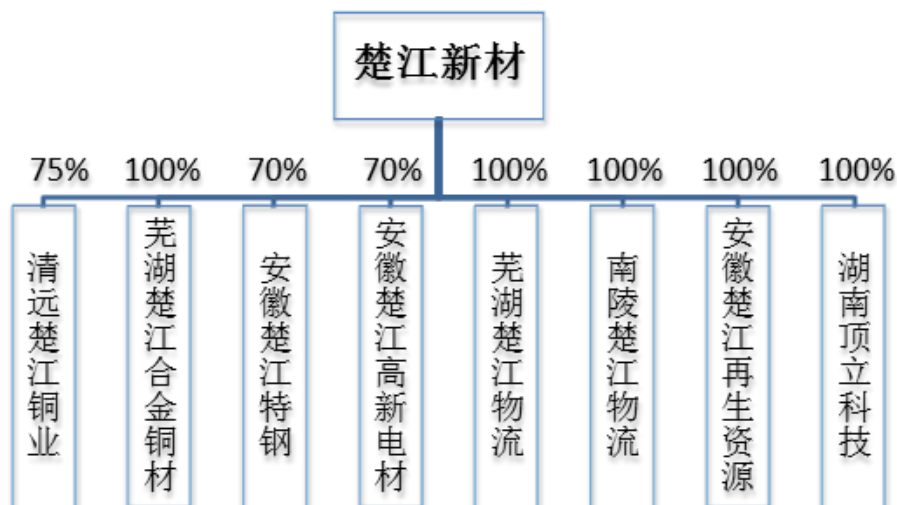
楚江新材曾经是一家以铜板带材为主营业务的企业,随着几年来公司不断的重组与扩张,主营产品已经包括有铜板带材、铜棒线、铜杆、钢带管等国内主流铜加工产品,同时通过收购顶立科技,进入军工装备新材料领域,也因此开启了转型升级之路。

图 1: 近年来楚江新材连续进行重组、收购与扩张



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 楚江新材股权结构



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2. 顶立科技, 智能制造+高端热工装备+新材料

**顶立科技热工设备性能先进，产品线完整。**顶立科技公司为下游客户配套的自主研发热工设备按具体用途可分为三大类：碳纤维复合材料热工装备、粉末冶金热工装备和真空热处理装备。这些设备最高温度高，温控性能好，可提供不同尺寸设备，且最大尺寸大，自动化程度高。

**表 1：顶立科技热工装备一览**

产品分类	产品种类
碳纤维复合材料热工装备	化学气相沉积炉（沉积炭）、立式化学沉积炉（沉积炭）、化学气相沉积炉（碳化硅）、立式化学沉积炉（碳化硅）、真空碳化炉、立式真空碳化炉、真空裂解炉、立式真空裂解炉、真空石墨化炉、立式真空石墨化炉、中频感应炉、碳化硅氮化硅烧结炉、碳化硅氮化硅烧结炉、真空压力浸渍炉、连续式高温石墨提纯炉、推舟式高温石墨提纯炉、推舟式高温石墨提纯炉、连续式碳化炉
真空热处理设备	卧式双室真空油气冷油淬炉、立式双室真空油气冷油淬炉、立式双室真空油气冷油淬炉、卧式单室真空高压气淬炉、卧式双室真空高压气淬炉、卧式单室真空退火炉、立式底装料真空退火炉、高真空回火炉、卧式双室真空渗碳炉、立式真空水淬炉、立式底装料高真空钎焊炉、卧式高真空钎焊炉、高真空铝钎焊炉、高真空铝钎焊炉
粉末冶金设备	注射成型（MIM）专用脱脂烧结炉、真空脱脂烧结一体炉、真空脱脂炉、催化脱脂炉、真空烧结炉、金属屏烧结炉、压力烧结炉、钢带炉、网带式烧结炉、网带式水蒸气处理炉、全自动碳化炉、推杆式还原炉、多管炉、回转炉

资料来源：顶立科技，东兴证券研究所

**图 3：真空热处理设备**


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

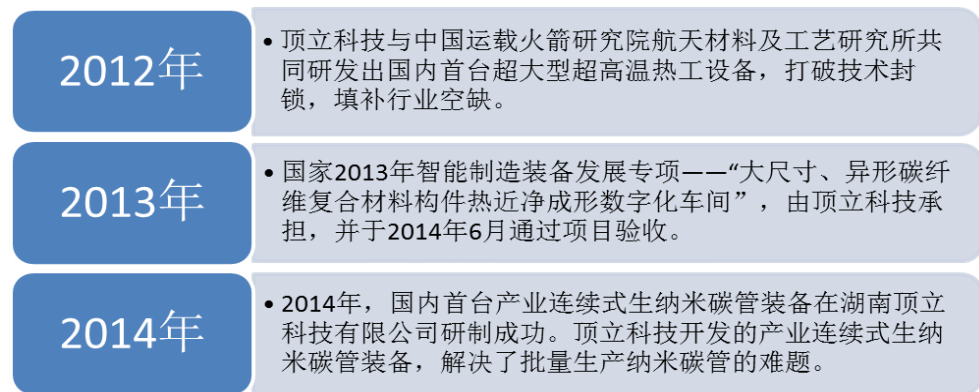
**图 4：粉末冶金设备**


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

**顶立科技公司研发实力雄厚，创新能力强。**公司引进美国工程院院士萧东山，原法国 ECM 公司技术总监马卫东(主持了公司的大型非标热工设备的设计)等多名国际高端人

才，在美国康涅狄克州设有技术研发中心。先后聘用 35 位国内外知名的专家顾问，享受国务院特殊津贴专家 5 名；国家二级教授 3 名；公司团队 2014 年入选“湖南省企业科技创新创业团队”。公司先后承担国家、省部级重大科研专项多项，攻克了长期制约我国热工装备及新材料领域的重大关键核心技术，取得了一大批科技成果。

图 5：顶立科技重大科研项目结下累累硕果

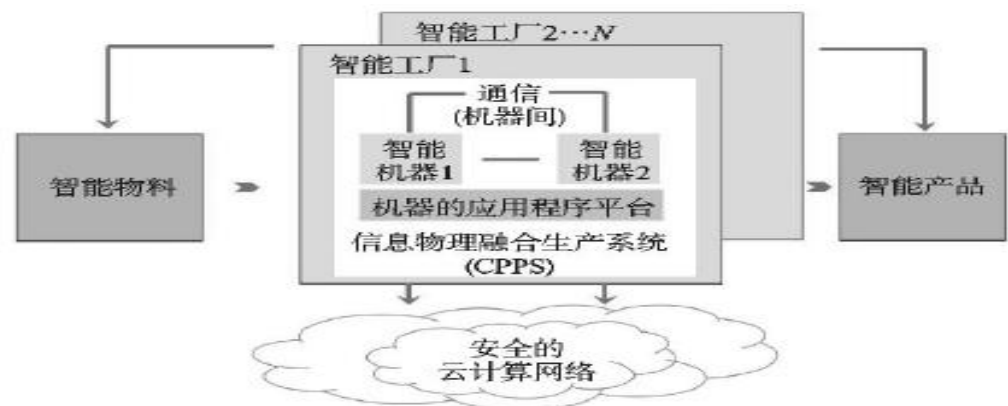


资料来源：公司网站，东兴证券研究所

## 2.1 智能制造铸发展新引擎

智能制造装备是在装备数控化基础上提出的一种更先进、更能提高生产效率和制造精度的装备类型。智能制造装备是高端装备的核心，已成为当今工业先进国家的竞争目标。例如，德国工业“4.0”要求建设信息物理系统，一个综合计算、网络和物理环境的多维复杂系统，通过 3C 技术的有机融合与深度协作，实现制造装备系统的实时感知、动态控制和信息服务。

图 6：工业 4.0 智能工厂



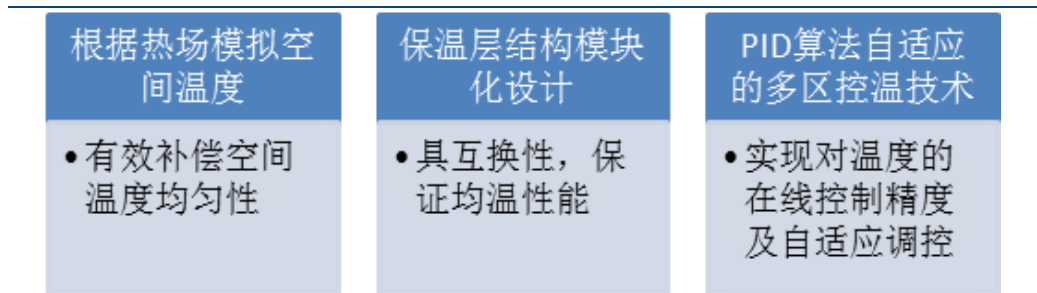
资料来源：《智能制造装备的发展现状与趋势》，东兴证券研究所



顶立科技具备独特的温控自适应技术和碳纤维复合材料构件的智能制造技术，确保公司在大型高温热工装备领域建立了极高的技术壁垒，有望未来在航空航天、国防军工等国内高端装备、新材料领域开发出更多的高附加值的进口替代产品。

- ◆ 顶立科技现已经采用 PLC 可编程控制系统，PID 精确控温技术、人机界面、工业计算机、感知与检测、伺服控制等软硬件技术和装置，对温度、压力、气体流量等参数实时在线监测、控制与执行，在真空化学气相沉积、高温石墨化炉等智能装备上实现碳纤维复合材料构件的柔性热近净成形，真空热处理生产线的无人值守、一键式操作。
- ◆ 关键温控技术领先。炉温均匀性是决定大型设备质量最关键的技术问题，直接关系到材料构件的处理效果，是保障产品一致性和品质的关键。顶立科技公司的全系列热工装备，都应用了独有的关键共性技术：温度均匀性自适应调控技术，使顶立科技生产的热工设备在均温控性能上保持领先。

图 7：温度均匀性自适应调控技术



资料来源：顶立科技，东兴证券研究所

图 8：高温石墨化炉



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 9：真空化学气相沉积炉



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

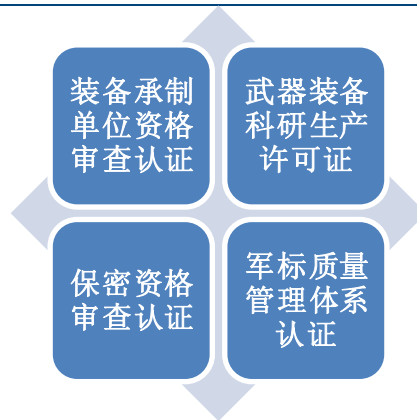
## 2.2 科技创新引领，军民融合发展

顶立科技 2015 全年共售出各类热工设备 110 台，营业收入 1.4191 亿元，其中军品销售大约占 40%，出口约 15%，净利润 4037 万元，实现了收购时的利润承诺。

**打破国际技术封锁，填补国内空白。**我国航天航空的发展急需大尺寸、异形的碳/碳复合材料，但是生产该材料的特种热工装备一直被西方国家垄断并对我国禁运，而且国外的这些装备都是单台套运行、能耗高，都不能实现数字化连续生产。顶立科技依据航天材料及工艺研究所的大尺寸、异型碳纤维复合材料构件制备工艺需求，研制开发成套智能热工装备，应用在航天材料及工艺研究所的专用厂房内，实现大尺寸、异形碳纤维复合材料构件热近净成形数字化生产。

顶立科技已取得了“军工四证”中的三证。由于企事业单位参与军品研制生产，需要拿到军方、政府部门颁发的“军工四证”，包括：国军标质量管理体系证、武器装备科研生产单位保密资质证、装备承制单位资格证和武器装备科研生产许可证。顶立科技有望通过武器装备承制单位资格审查这最后一证，成为资质完备的、生产军品类民营企业的核心供应商。完备的供应商资质，也有助于拓展高端军供产品类别，加深与军事科研院所的产学研结合，从而在军工市场取得超预期的表现。

图 10：由“军工四证”构成的军工资质认证体系



资料来源：腾讯财经，东兴证券研究所

表 2：顶立科技所拥有的各项军工资质

许可证名称	颁证单位	有效期
武器装备科研生产许可证	国防科工局	2015/4/21-2020/4/20
武器装备质量体系认证证书	武器装备质量体系认证委员会	2015/2/6-2019/2/5
三级保密资格单位证书	国防武器装备科研生产单位保密资格审查认证委员会	2014/1/15-2019/1/14

资料来源：楚江新材，东兴证券研究所



## 2.3 募投促新材料产业化，打开成长天花板

公司披露非公开发行方案，计划以不低于 14.14 元/股价格发行不超过 1.1 亿股股份，募集资金 15.42 亿元用于投向三大项目：

**表 3：募投资金投入项目类别**

募投项目	金额(亿元)	方向
铜合金板带产品升级、产能置换及智能化改造项目	8.73	高端铜板带材的产能替换；
智能热工装备及特种复合材料产业化项目	3.69	军用热工装备及碳复合材料产业化
年产 1 万吨高性能锂电池负极材料生产线建设项目	3	低成本石墨提纯技术生产锂电池负极材料
合计	15.42	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们认为公司此次非公开发行计划**一方面**通过产能置换升级，讲产品线拓展到连接器等高端铜板带材市场，进行进口替代，达到丰富产品结构、提升公司产品的毛利率水平的目的；**另一方面**，公司通过顶立科技储备的成熟的金属基 3D 打印材料技术、低成本石墨提纯技术和碳纤维复合材料技术进行产业化，切入到国内航空航天、大飞机、军工制造等领域，打开高达百亿的市场空间。

### 2.3.1 金属基 3D 打印材料的产业化，有望打开军用高端市场

3d 打印技术的最大优点就是能简化制造程序，缩短新品研制周期，降低开发成本和风险。相比传统制造工艺，3D 打印节省原材料，用料只有原来的 1/3 到 1/2，制造速度却快 3~4 倍。金属零件 3D 打印技术作为整个 3D 打印体系中最前沿和最有潜力的技术，是先进制造技术的重要发展方向。3d 打印金属部件已用于航空、医用植入件等领域。

图 11：骨科金属 3d 打印件

图 12：金属零件 3d 打印件



资料来源：公开资料、东兴证券研究所



资料来源：公开资料、东兴证券研究所

近年来，3D 打印产业和市场呈现爆发式增长。根据权威机构 Wohlers Report2015 报告，3D 打印在 2014 年覆盖了 41 亿美元的市场。Wohlers 预测，2016 年全球总销售额将增加至 73 亿美元，2018 年这个数字将达到 127 亿美元，到 2020 年市场预计将达到 212 亿美元。

3D 打印材料主要由设备、软件、材料三部分组成，其中材料是不可或缺的环节，顶立科技作为新材料与高端热工装备的综合服务商，已成功开发出钛基合金以及镍基高温合金两个系列应用于航空航天领域的金属基 3D 打印材料，自主研发了规模化生产高端金属基 3D 打印材料的等离子旋转雾化成套设备。

◆ 顶立科技成功研制出生产金属基 3D 打印材料的等离子旋转雾化成套技术装备。此设备电击棒极限转速达到 25000rpm，从连续进给料、密封、自动起弧与信息反馈、智能控制等装备技术和旋转雾化制粉工艺方面形成自主知识产权，可规模生产球形度好、缺陷少、粒度分布窄且均匀、杂质含量低、氧含量低等航空航天领域增材制造专用金属基粉体材料。

图 13：等离子旋转电极雾化制粉设备



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

- ◆ 顶立科技成功开发出钛基合金以及镍基高温合金两个系列应用于航空航天领域的金属基 3D 打印材料。随着 3D 打印技术的发展，打印装备逐渐成熟，但目前可用于 3D 打印的材料种类少，性能不稳定，成为制约打印技术发展和应用的瓶颈问题。顶立科技还够生产钛基合金粉与镍基合金粉，为 3D 打印提供满足性能要求的打印原料。待 2016 年募投计划实施后，3D 打印金属材料的生产能力将进一步产业化，有效供应下游需求。

表 4：顶立科技提供的 3D 打印金属原料

名称	粒度	氧含量	用途
钛基合金粉	d50≤20 ~ 50μm	质量分数 < 0.1%	钛合金零部件、注射成形钛合金以及生物医用钛合金植入体等必备的粉末原料
镍基合金粉	d50 ≤ 20 ~ 50μm	质量分数 < 0.01%	燃气涡轮机叶片、过滤器、热交换器

资料来源：公司主页，东兴证券研究所

### 2.3.2 低成本、无污染石墨提纯技术

石墨是一种用途广泛的非金属矿物，近年来用途日趋广发，如石墨涂料、超细石墨拉丝、石墨烯等等，对石墨纯度的要求也越来越高。纯度要求越高则能量消耗越高，产品价格也就越高。

图 14：主要石墨提纯方法对比

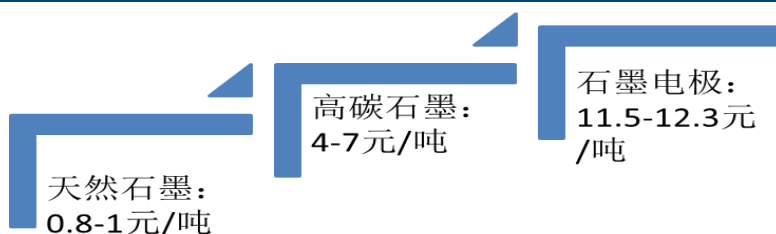
提纯方法	设备要求	产品含碳量	优点	缺点
浮选法	设备简单	一般 80%~90%，高的可达 95%	能耗少，成本低	提高纯度有限，需磨矿不利于石墨大鳞片的保护
碱酸法	设备简单，通用性强	99%~99.9%	一次性投资少，品位高	能耗大，工艺流程长，设备易腐蚀，耗水量大
氢氟酸法	设备简单	99%~99.9%	工艺流程简单，成本低	有剧毒，环境污染严重
氯化焙烧法	设备复杂	98%左右	能耗少，效率高	设备复杂，产品纯度有限，工艺稳定性不好，氯气有毒，环境污染严重
高温法	需专门设计，设备复杂	99.99%及以上	产品含碳量高	设备昂贵，投资大，能耗高

资料来源：《石墨提纯工艺研究进展》，东兴证券研究所

**优势明显的低成本石墨提纯技术。**目前国内热技术提纯的整体水平一般，体现在生产过程不连续，能耗过高，生产单吨球型石墨的耗电量超过万度，导致国内球型石墨生产企业盈利水平一般。顶立科技在石墨提纯的技术方面取得突破性进展，能够连续不间断的处理石墨原料，相比现在主流的间歇式处理，具有能耗低、物理过程无污染、连续式产量大的特点，该技术提纯石墨后的含碳量达到 99.995%以上。据估算，顶立科技每吨相比同类企业节省约 30%以上，优势明显。

**募投计划建设 1 万吨高性能锂电池负极材料生产线**，利用顶立科技低成本的石墨提纯技术，为负极材料生产提供了优质可靠的原料来源，投产后由于成本和质量方面的优势，有望提供极具竞争优势的锂电池负极材料。

图 15：石墨的价格在提纯后大幅上升



资料来源：Wind，公开资料，东兴证券研究所

### 2.3.3 定位军用高端碳纤维复合材料产业化

碳纤维是新材料界的宠儿，有“黑色黄金”之称，它具有高强度、高模量、低密度、耐腐蚀、可编制成型等优良性能。由碳纤维和树脂合成的复合材料强度是钢铁的 4 倍，却远轻于钢铁，因而被广泛地应用在国防军事、航空航天等领域。

顶立科技针对碳纤维复合材料及其构件发展需求，自主设计研发一系列的碳纤维预氧化装备、碳化装备以及碳纤维复合材料石墨化成套技术装备。此次募投项目碳纤维复合材料主要用在航空航天、国防及军工领域，顶立科技有望通过自身成熟的军品合作模式迅速打开军用碳复合材料市场。

图 16：复合材料的应用领域

碳纤维碳材料

军工领域、工业领域、电磁屏蔽除电材料、身体代用材料和航天领域

陶瓷基复合材料

航空航天领域，特别是发动机，在军事、能源、汽车、机械、化工等领域也有应用

金属基复合材料

航空航天、军事工业、交通运输、通讯电子

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 17：强度高、重量轻的碳纤维复合材料



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 18：在航空领域，碳纤维复合材料广泛应用



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

### 3. 铜加工主业：产能替换，结构升级

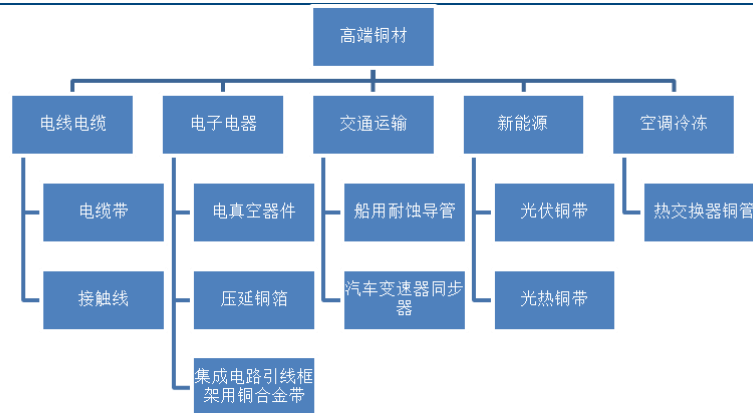
2015 年楚江新材各类产品规模均有较大幅度的增长，年度实现铜、钢基金属材料总销量 41.12 万吨，较上年增长 11.28%。实现营业毛利 33,172.33 万元，较上年 36,614.85 万元下降 9.40%，营业毛利率 4.14%，较上年 4.45%下降 0.31%。销售规模增长但毛利率下降，主要源于铜基、钢基产品市场价格的下跌。

募投进行产能替换，高端铜板带材进口替代空间巨大。目前国内铜加工行业技术含量低，竞争激烈，企业利润微薄。为改变这一情况，楚江新材将本次募资计划的一半资



金投入铜合金板带产品升级、产能置换及智能化改造项目，计划将公司 14 万吨铜板带材加工产能中的 4 万吨产品线技改以实现产能替换，生产技术壁垒较高的白铜带和磷铜带及多元合金，满足下游客户多样化的需要，实现进口替代。目前国内每年需要进口各类连接器用的铜板带材约 12 万吨，公司产品线升级后可满足 30% 的进口份额。

图 19：主要高端铜材应用



资料来源：《高端铜材发展倡议》，东兴证券研究所

图 20：白铜：添加镍的铜合金，显著提高机械性能



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 21：磷铜：添加磷的铜合金，耐腐蚀

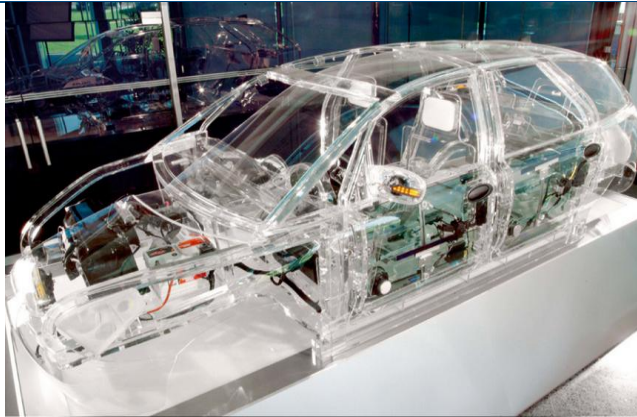


资料来源：公开资料，东兴证券研究所

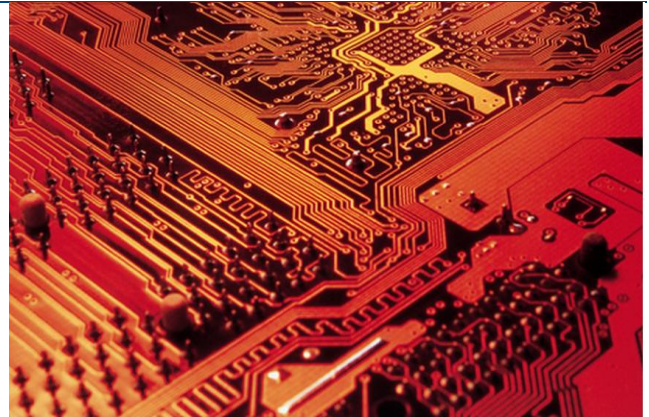
连接器用铜带材产品附加值高。公司 2014 年铜基材料的加工费约 4200 多元/吨，2015 年加工费将小幅提高到约 4300 元/吨。然而，高品质连接器铜合金带材（接插元件带材）、集成电路引线框架带材、变压器带、光伏带等高档产品的加工费和产品附加值远超传统的铜基板带。例如，连接器用铜带的加工费一般在 1-2 万元/吨之间，是传



统铜板带材加工费的 3-4 倍。募投资项目投产后高端铜板带材将大幅提升公司现有的毛利率水平, 增厚公司业绩。

**图 22: 连接器在汽车中广泛使用**


资料来源: KMD GROUP, 东兴证券研究所

**图 23: 集成电路中大量使用铜材**


资料来源: KMD GROUP, 东兴证券研究所

## 4. 盈利预测及估值

**盈利预测。**结合楚江新材旗下各子公司公司业绩承诺情况, 以及楚江新材发布的年度生产计划, 我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 88.27 亿元、91.2 亿元和 95.12 亿元。

**表 5: 楚江新材旗下子公司业绩承诺完成情况一览**

公司名称	2015 业绩承诺	2015 实际利润	2016 业绩承诺
楚江合金	1853	1880	1910
楚江特钢 (原双源管业)	913	982	1106
楚江物流	355	472	361
楚江电材 (原森海高新)	1827	2023	2333
合计	4948	5357	5710

顶立科技	4000	4037	5000
合计	8948	9394	10710

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 6：公司收入预测表

	2016E	2017E	2018E
<b>铜加工主业</b>			
营业收入(亿元)	86.47	88.86	92.07
<b>顶立科技</b>			
营业收入(亿元)	1.8	2.34	3.04

资料来源：Wind，东兴证券研究所

#### 分部估值。

- ◆ **顶立科技的主营业务属于热工装备及新材料方面**，我们选取了三家与顶立科技的经营模式类似的企业与公司比较，三家公司的平均 PE 为 82，**我们给予顶立科技略高于平均值的 85 倍 PE** 是考虑到顶立科技一方面在热工装备制造方面的非标制造能力出众，另一方面公司约 40%左右的军工订单也使公司可享有较高估值。
- ◆ **楚江新材的主业铜加工方面**我们同样选取了 3 家经营模式类似的公司，三家公司的平均 PE 为 27 倍，考虑到公司已经计划募投资金进行产能置换升级以及新材料产业化，**我们给予公司铜加工主业部分 30 倍 PE。**

表 7：同类型上市公司市盈率比较表

铜加工主业可比公司	最新股价	PE: 2015E	PE: 2016E	PE: 2017E
江西铜业	15.01	32.34	28.41	30.42
海亮股份	7.54	27.6	16.91	13.94
博威合金	21.77	66.39	35.14	25.71
平均值		42	27	23
<b>顶立科技可比公司</b>				
泰和新材	13.42	83.88	68.4	45.65
云南锗业	19.13	212.56	94.1	76.22
炼石有色	20.79	151.09	84.31	40.12
平均值		149	82	54

资料来源：WIND，东兴证券研究所

结合楚江新材各子公司业绩承诺情况及楚江新材 2016 年经营计划，我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 1.6 亿元、1.97 亿元和 2.49 亿元。以公司 2016 年净利润 1.6 亿元计算，其中约 1 亿元的净利润来自于铜加工主业，0.6 亿元的净利润来自于顶立科技。公司总股本为 4.45 亿股，铜加工主业部分 EPS 为 0.225 元，顶立科技部分 EPS 为 0.135 元，结合分部估值，公司铜加工主业按 30PE 对应股价为 6.75 元，顶立科技按 85PE 对应股价为 11.48 元，公司的合理估值对应的股价为 18.23 元。我们

给予公司 6 个月目标股价为 18.23 元, 相比 3 月 18 日收盘价 15.19 元仍有 20% 的上涨空间, 首次覆盖, 给予公司“强烈推荐”评级。

## 5. 投资评级

公司收购顶立科技后, 借助顶立科技热工装备的智能制造技术较高的行业壁垒和新材料丰富的技术储备, 转型迈入军工装备提供商和高端新材料供应商, 由于顶立科技在非标热工装备制造上的较高的毛利率水平 (2015 年公司销售毛利率高达 51.6%), 将成为公司利润的主要贡献者, 且由于军工订单占比较高 (2015 年占比 40% 以上), 未来将具备超预期的市场表现, 而在募投项目实施投产后, 新材料业绩也有望稳步释放。

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 88.27 亿元、91.2 亿元和 95.12 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 1.6 亿元、1.97 亿元和 2.49 亿元; 每股收益分别为 0.36 元 0.44 元和 0.56 元, 对应 PE 分别为 42X、34X 和 27X; 我们给予公司 6 个月目标价 18.23 元, 首次覆盖, 给予公司“强烈推荐”评级。

表 8: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	1355	1618	1695	1744	1808	<b>营业收入</b>	8223	8011	8827	9120	9512
货币资金	299	474	530	547	571	<b>营业成本</b>	7856	7679	8344	8583	8907
应收账款	297	323	363	375	391	营业税金及附加	9	13	13	14	14
其他应收款	45	57	63	65	68	营业费用	91	91	100	103	107
预付款项	31	59	68	76	85	管理费用	131	143	159	164	171
存货	556	435	412	423	439	财务费用	50	29	37	39	35
其他流动资产	11	175	159	153	145	资产减值损失	6.52	0.01	1.00	1.00	1.00
<b>非流动资产合计</b>	754	1219	1187	1160	1111	公允价值变动收益	-0.29	0.80	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	14	14	14	14	投资净收益	-12.99	-1.49	0.00	0.00	0.00
固定资产	576.63	628.18	599.12	571.03	523.54	<b>营业利润</b>	65	55	173	216	276
无形资产	146	195	192	189	186	营业外收入	19.74	41.00	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.15	2.06	1.00	1.00	1.00
<b>资产总计</b>	2109	2837	2882	2904	2919	<b>利润总额</b>	83	94	202	245	305
<b>流动负债合计</b>	942	1057	1062	1039	998	所得税	27	18	36	42	49
短期借款	583	610	735	679	603	<b>净利润</b>	56	76	165	203	256
应付账款	80	86	91	94	98	少数股东损益	4	5	6	6	7
预收款项	21	44	66	89	113	归属母公司净利润	52	70	160	197	249
一年内到期的非	149	33	20	20	20	EBITDA	196	164	255	302	359
<b>非流动负债合计</b>	29	70	40	40	40	<b>EPS (元)</b>	0.13	0.18	0.36	0.44	0.56
长期借款	0	30	30	30	30	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	971	1127	1102	1079	1038	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	42	48	53	60	66	营业收入增长	2.6%	-2.6%	10.19%	3.31%	4.30%
实收资本(或股	398	445	445	445	445	营业利润增长	-11.6%	385.7%	213.45%	24.91%	27.73%
资本公积	410	879	879	879	879	归属于母公司净利润	126.6%	244.7%	126.60%	23.39%	26.60%
未分配利润	250	301	325	354	392	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1097	1662	1726	1766	1816	毛利率(%)	4.45%	4.14%	5.47%	5.89%	6.36%
<b>负债和所有者权</b>	2109	2837	2882	2904	2919	净利率(%)	0.68%	0.95%	1.87%	2.23%	2.69%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
<b>经营活动现金流</b>	192	371	121	292	335	<b>偿债能力</b>					
净利润	56	76	165	203	256	资产负债率(%)	46.02%	39.73%	38.25%	37.15%	35.55%
折旧摊销	81.48	79.70	0.00	47.30	48.49	流动比率	1.44	1.53	1.60	1.68	1.81
财务费用	50	29	37	39	35	速动比率	0.85	1.12	1.21	1.27	1.37
应付帐款的变化	0	0	5	3	4	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	22	23	24	总资产周转率	4.76	3.24	3.09	3.15	3.27
<b>投资活动现金流</b>	-125	-155	-12	-21	-1	应收账款周转率	36	26	26	25	25
公允价值变动收	0	1	0	0	0	应付账款周转率	113.11	96.05	99.31	98.32	99.25
长期投资	0	14	14	14	14	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-13	-1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.13	0.18	0.36	0.44	0.56
<b>筹资活动现金流</b>	-105	-77	-53	-253	-311	每股净现金流(最新	-0.10	0.31	0.12	0.04	0.05
短期借款	583	610	735	679	603	每股净资产(最新摊	2.75	3.74	3.88	3.97	4.08
长期借款	0	30	30	30	30	<b>估值比率</b>					
普通股增加	72	47	0	0	0	P/E	116.85	84.39	42.32	34.29	27.09
资本公积增加	249	469	0	0	0	P/B	5.52	4.06	3.91	3.83	3.72
<b>现金净增加额</b>	-39	139	56	18	24	EV/EBITDA	33.00	42.53	27.50	22.95	19.04

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 刘岗

刘岗，材料学硕士、冶金科学与工程学士。有色冶炼加工行业 8 年从业经验，对有色金属行业产业结构、发展趋势、主要上市公司的发展战略、多种有色金属市场价格波动都有较为深入的研究。2015 年加入东兴证券研究所，主要负责有色金属板块的行业研究工作。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。