

楚江新材 (002171) / 国防军工 铜材加工龙头转型升级, 高端装备+新材料坚定布局

评级: 买入(首次)

市场价格: 17.25

目标价格: 21.5

分析师: 杨帆

执业证书编号: S0740517060002

电话: 0755-22660861

Email: yangfan@r.qlzq.com.cn

联系人: 吴张爽

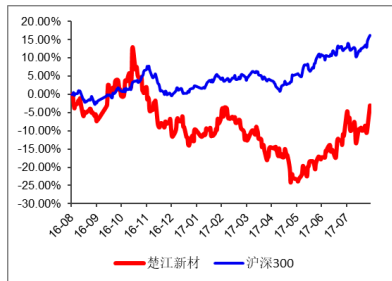
电话: 021-51510613

Email: wuzs@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	535
流通股本(百万股)	416
市价(元)	17.39
市值(百万元)	9,297
流通市值(百万元)	3,485

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,011.22	7918.47	9819.54	11243.48	12565.29
增长率 yoy	-2.57%	-1.16%	24.01%	14.50%	11.76%
净利润(百万元)	70.45	187.40	320.44	447.77	588.32
增长率 yoy	34.45%	166.01%	70.99%	39.74%	31.39%
每股收益(元)	0.13	0.35	0.60	0.84	1.10
每股现金流量(元)	0.69	-0.18	0.73	0.73	1.03
净资产收益率	4.44%	5.98%	9.49%	11.89%	13.78%
P/E	131	49	29	21	16
PEG	3.80	0.30	0.41	0.52	0.50
P/B	5.39	2.90	2.73	2.45	2.16

投资要点

- **受益行业整体回暖与公司产品结构升级, 铜加工主业增长势头向好。**公司是铜加工行业龙头, 产品包括铜板带材、铜合金线材、铜杆、钢带及家具管四大系列, 其中铜板带材年产能 15 万吨、铜合金线材年产能 3.5 万吨, 规模均居行业第一位, 竞争优势明显。自 16 年下半年以来, 受益铜价回升、铜加工行业整体回暖, 公司的铜基材料产品销售向好, 毛利率恢复, 量价齐升保障铜板块业绩稳健增长。2017 年上半年, 公司铜主业实现营收 48.33 亿元, 同比增长 35%。
- **战略布局逐渐清晰, 打造基础材料+新材料双轮驱动格局。**公司上市之初主业从事铜板带材生产与加工; 2014 年集团资产注入之后, 业务在金属领域拓展; 2015 年收购湖南顶立科技 100% 股权后, 成功进军高端军工装备领域与新材料领域。公司战略逐步明确, 以材料为主轴, 实现基础材料和新材料领域双轮驱动, 以国防军工、高端装备、电子信息为主要发展方向, 逐步进行转型升级。
- **高端热工装备实现进口替代, 高壁垒保障超高毛利率。**子公司顶立科技为高端热工装备绝对龙头, 主打碳纤维复合材料装备、真空热处理准备、粉末冶金装备三大品种, 其中 30m3 以上超大型尺寸碳纤维复合材料热工装备为国内独家供应, 部分技术打破国际封锁, 填补国内空白。拥有“军工四证”中的三证, 是我国航空航天、国防军工等领域特种大型热工装备的唯一研制单位及核心供应商, 军工订单占比约 40%, 技术和军工资质的高壁垒保障公司 50% 以上的超高毛利率。在产产能 150+ 台, 募投项目投产后将达到 180+ 台。
- **新材料领域坚定布局, 未来业绩放量可期。**公司 2015 年收购顶立科技, 完成新材料领域布局第一步, 顶立科技除了拥有高技术壁垒的热工装备外, 还有部分新材料技术储备。公司 2016 年非公开发行募资近 6 亿元布局新材料、新能源领域, 以实现顶立新材料技术的产业化。其中碳纤维复合材料、3D 打印粉末金属、锂电池负极材料等募投项目下游景气度高, 市场需求量大, 顺利投产后有望进一步增厚公司业绩。
- **二期员工持股完成购买, 为公司持续发展蓄力。**2017 年 7 月份, 公司第二期员工持股计划完成, 累计购买公司股票 1356.85 万股, 认购对象为包括公司高管在内的近 500 人, 彰显公司员工对公司发展的充足信心, 也将进一步调动员工的工作积极性, 为公司的持续良好发展蓄力。
- **投资建议:** 我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.6/0.84/1.1 元/股。通过分业务测算, 我们估算公司 17 年对应市值为 115 亿元, 其中铜加工板块市值 77 亿, 热工装备及新材料板块市值 38 亿, 当前股本 5.35 亿股, 对应目标价为 21.5 元, 相当于约 36 倍估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 铜价大幅下行; 募投项目进展不及预期; 外延并购不顺利; 新材料布局进展缓慢。

内容目录

1. 转型升级，铜基材料加工龙头再出发.....	- 4 -
1.1 铜板带材生产商的转型升级之路	- 4 -
1.2 公司是金属基础材料加工行业龙头.....	- 5 -
1.3 发力高档铜基产品，谋求产品结构升级	- 10 -
2. 华丽转身，进军高端军工装备制造	- 11 -
2.1 收购顶立科技，新材料布局第一步	- 11 -
2.2 顶立科技是高端热工装备绝对龙头.....	- 11 -
2.3 军工业务成为公司新的驱动力	- 14 -
3. 内外兼修，坚定布局新能源新材料	- 16 -
3.1 以装备带材料，发展壮大顶立科技.....	- 16 -
3.2 募投项目拓展公司新材料发展空间.....	- 18 -
4. 盈利预测与估值.....	- 21 -
4.1 主营业务盈利预测与关键假设.....	- 21 -
4.2 绝对估值.....	- 22 -
4.3 相对估值.....	- 23 -
5. 风险提示.....	- 23 -

图表目录

图表 1：公司的历史沿革及发展历程	- 4 -
图表 2：公司股权结构明晰	- 4 -
图表 3：公司的发展战略及其演变	- 5 -
图表 4：公司主打四大系列铜加工产品	- 5 -
图表 5：公司主要产品应用领域及产能	- 6 -
图表 6：2016 至今上海期交所与 LME 当月铜价格	- 7 -
图表 7：公司铜板带材产品主要应用领域	- 7 -
图表 8：公司铜合金线材主要应用领域	- 9 -
图表 9：2014-2016 年铜棒线收入及占比	- 9 -
图表 10：2014-2016 年铜棒线毛利率	- 9 -
图表 11：公司的 2016 年非公开发行募投项目	- 10 -
图表 12：顶立科技业绩承诺情况	- 11 -
图表 13：智能热工装备产业链	- 12 -
图表 14：顶立科技的主要产品	- 12 -
图表 16：公司的核心技术	- 13 -
图表 17：热工装备产品示例	- 14 -
图表 18：顶立科技热工装备客户体验中心	- 17 -
图表 19：国内碳纤维产业与国外的差距	- 18 -
图表 20：我国碳纤维复合材料需求量预测	- 19 -
图表 21：中国 3D 打印市场规模预测	- 20 -
图表 22：全球锂电池市场规模预测	- 21 -
图表 23：中国锂电市场规模预测	- 21 -
图表 24：分业务盈利预测（单位：百万元）	- 21 -
图表 25：铜加工主业可比公司估值情况	- 23 -

图表 26: 顶立科技可比公司估值情况

- 23 -

图表 27: 报表摘要

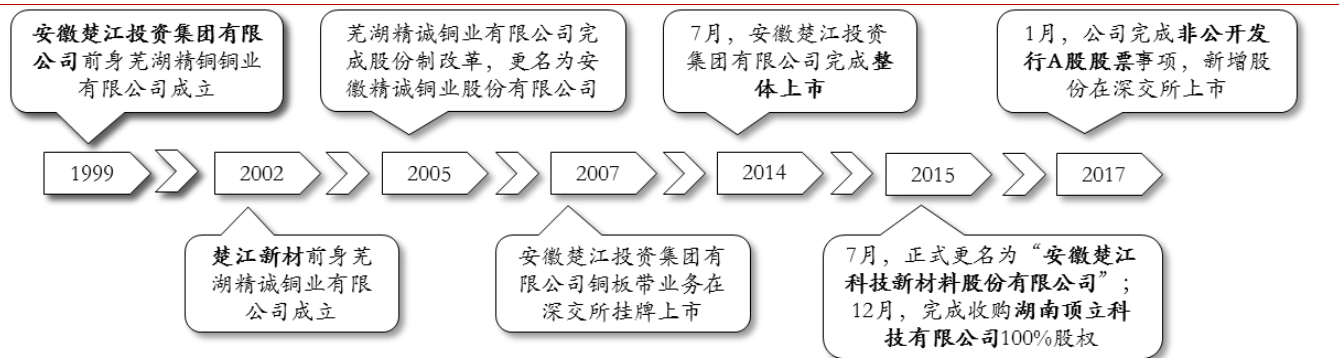
- 24 -

1. 转型升级，铜基材料加工龙头再出发

1.1 铜板带材生产商的转型升级之路

- 公司是安徽省知名的本土民营企业。公司总部位于安徽省芜湖市，现有员工近 5000 人，是芜湖市最大的本土民营企业，连续 10 年稳居安徽省民营企业 10 强，现位居中国制造业 500 强 469 位、中国民营企业制造业 500 强第 337 位。截止 2016 年末，公司总资产 43 亿元，营业收入 79 亿元。
- 持续的资本运作使公司业务格局不断扩大。公司创立于 1999 年，以铜板带材加工为主业，2005 年完成股份制改革，2007 年 9 月在深圳证券交易所挂牌上市，2014 年集团资产注入完成整体上市，2015 年成功收购湖南顶立科技有限公司 100% 股权，进军军工高端装备制造领域。通过持续的资本运作与版图扩张，公司实现了由单一的铜基材料加工向基础材料与新材料双轮驱动发展格局的转变。

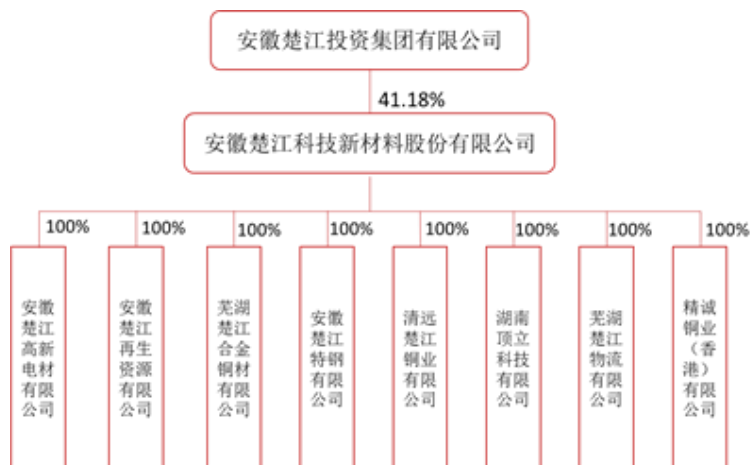
图表 1：公司的历史沿革及发展历程



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 集团资产实现整体上市，公司股权结构明晰。公司实际控制人为公司董事长姜纯，控股股东为安徽楚江投资集团。2014 年集团公司将旗下全部的经营性资产注入上市公司，从而实现整体上市。公司现拥有 11 家全资子公司，包括 2015 年收购的顶立科技，集团资产注入的清远楚江、楚江合金、楚江特钢、楚江高新等。

图表 2：公司股权结构明晰



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

- **基础材料与新材料双轮驱动，发展战略逐步清晰。**公司上市之初主业从事铜板带材生产与加工，业务较为单一；2014年集团资产注入之后，业务得到一定拓展，扩大为涵盖铜板带材、棒线材、电工材料、精密焊管等金属基材料行业；2015年收购湖南顶立科技100%股权后，公司成功进军高端军工装备领域与新材料领域。公司战略逐步明确，以材料为主轴，实现基础材料和新材料领域双轮驱动，以国防军工、高端装备、电子信息为主要发展方向，逐步进行转型升级。

图表 3：公司的发展战略及其演变

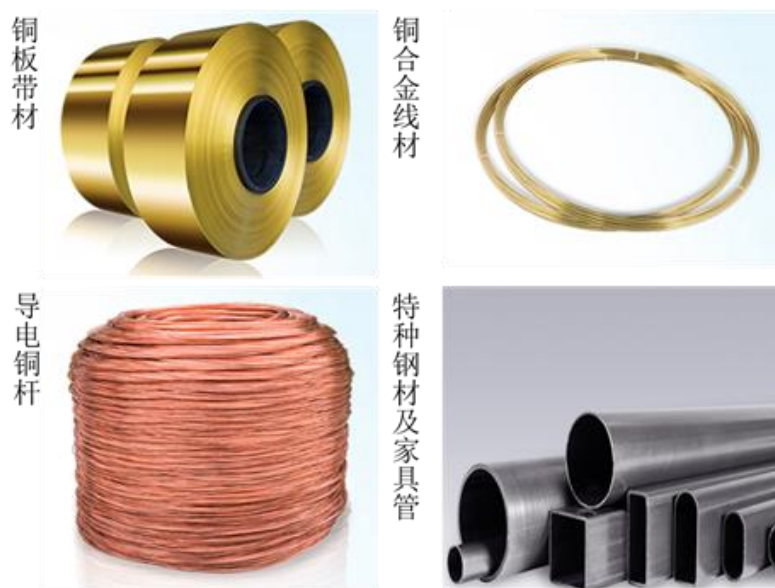


来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

1.2 公司是金属基础材料加工行业龙头

- **公司的金属材料加工产品种类丰富，规格齐全，能够很好地满足下游消费群体多品种、多规格、小批量的需求。**公司金属基础材料加工业务包括铜板带材、铜合金线材、导电铜杆、冷轧窄带钢、精密焊管等产品的研发、生产与销售。其产品广泛应用于电力电子、五金电器、汽车、机械、LED 和轨道交通等下游行业。

图表 4：公司主打四大系列铜加工产品



来源：公司官网，中泰证券研究所

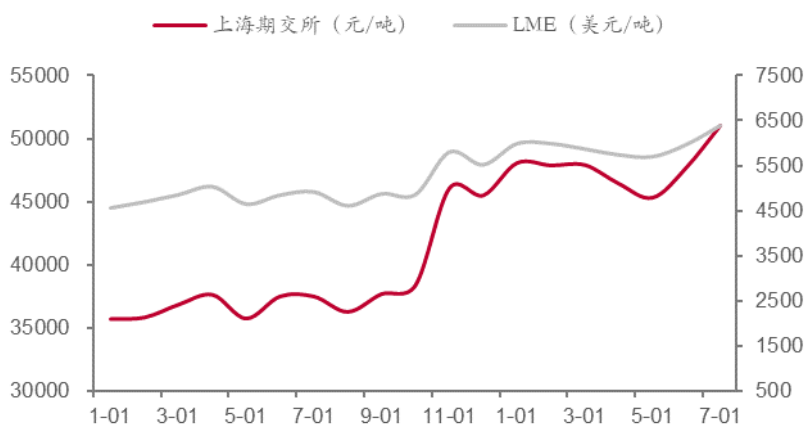
图表 5: 公司主要产品应用领域及产能

产品种类	下游应用	年产能	地位
铜板带材	水暖、五金、LED、汽车配件、高铁护套、电子、首饰、电器、服装辅料等	15 万吨	国内行业规模第一
铜合金线材	服装辅料、电子电器、眼镜配件、五金首饰、五金配件、精密模具加工	3 万吨	国内行业规模第一
导电铜杆	特种电缆、电力电缆	10 万吨	
特种钢材及家具管	金属家具、工具五金、物流设备、家用电器	精密焊管 5 万吨，冷轧窄带钢 16 万吨	

来源：公司官网，中泰证券研究所

- **公司是金属材料加工行业龙头，综合优势明显。**(1) **规模优势：**金属材料加工业是资金、技术密集型行业，具有明显的规模经济特征。公司在行业中规模优势明显，行业地位突出，具有较强的市场定价权和话语权。其中，铜板带材及铜合金线材规模均居行业第一位。(2) **成本优势：**公司在利用废杂铜原料直接进行铜产品加工制造方面具有成功经验，在保证产品质量满足市场及客户需求的前提下，公司不断进行工艺改进和创新，结合不同原料性价比变化，优化原料配比，提升废杂铜原料使用比例，降低了原材料成本，与行业内同类企业相比，具有明显的成本优势。(3) **市场优势：**针对金属加工材料消费群体多品种、多规格、小批量的特性需求，公司经过多年的营销网络建设和营销队伍打造，已形成高效的市场反应和运作能力。业务人员常年活跃于市场，直接面对终端客户，能够快速、准确地将客户的需求直接反馈到公司生产、研发环节，利用渠道优势实现公司与消费者的良性互动，有效保障了企业与市场的同步升级、发展。(4) **技术优势：**金属材料加工业属于高新技术领域，其技术含量较高，对专业技术人员的素质要求较高。近年来，公司以国家级技术中心为平台，在引进、培养的基础上，使技术队伍不断充实，技术力量逐步提升，并形成了一定的技术创新能力，如公司的“废铜生产高精密铜合金产品资源化处理技术”获得中国资源综合利用协会科学技术一等奖。
- **铜价回升，铜加工行业整体回暖，公司上半年业绩增长超预期。**国内铜板带等铜基材料市场延续了自去年下半年以来供需两旺、价格上涨的市场行情，市场盈利空间逐渐扩大。公司铜合金板带材行业在稳定电工材料、服辅、连接器、灯头、首饰、耳机和五金等传统行业的基础上，积极向 LED、汽车连接器、手机外壳等新兴行业拓展，不断提高市场占有率。公司 2017 年上半年实现营业收入 49.13 亿元，同比增长 39.12%，实现归母净利润 1.72 亿元，同比增长 118.22%，主要得益于铜基材料产品的量价齐升。

图表 6: 2016 至今上海期交所与 LME 当月铜价格

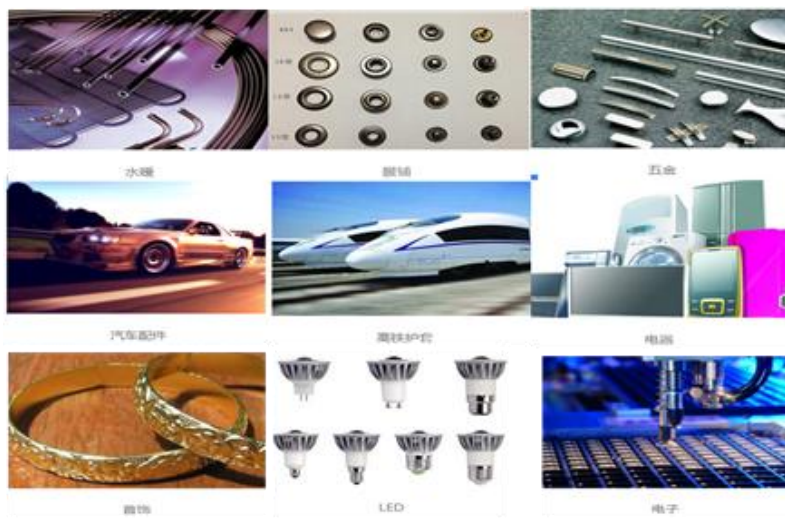


来源: wind, 中泰证券研究所

(1) 核心产品——铜板带材

- **产品类型全覆盖，年产能 15 万吨，规模居行业第一。**公司的铜板带材产品主要包含黄铜、紫铜、锡磷青铜三大系列的各类牌号系列产品，覆盖了普通精度、较高精度、高精度铜板带产品，实现产业结构的高中低档全覆盖，很好地满足了下游客户对金属材料制品“多品种、多规格、小批量”的采购需求。公司下设芜湖和广东 2 个铜板带事业部，铜合金板带材年产能合计达到 15 万吨/年，规模居行业第一。

图表 7: 公司铜板带材产品主要应用领域



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

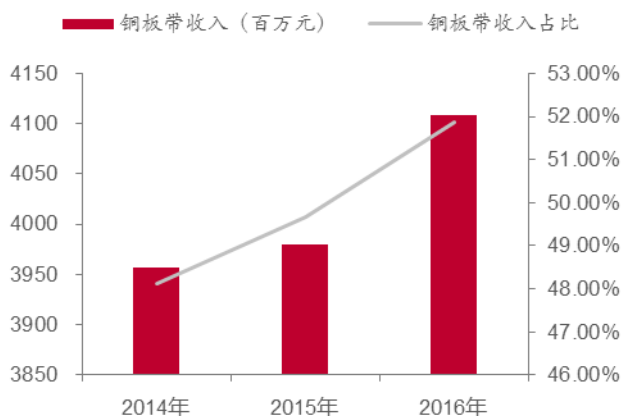
图表 8: 公司铜板带事业部介绍

事业部	简介	产品类型	产能
铜板带事业部 (芜湖)	由楚江新材母公司 (芜湖本部) 组成	普通铜带至高精度铜板带系列	10 万吨/年
铜板带事业部 (广东)	全资子公司楚江清远铜业有限公司	普通铜带	5 万吨/年

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

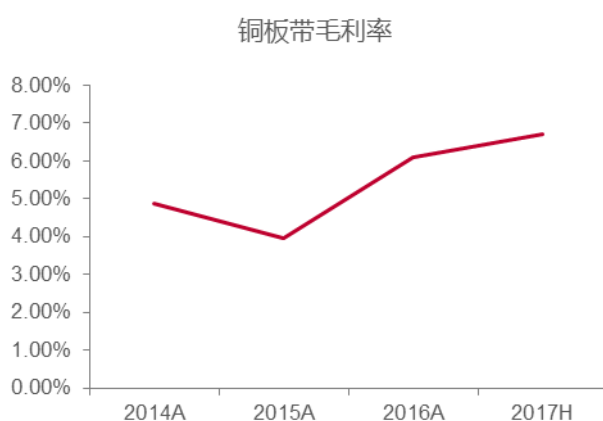
- **市占率居行业首位，下游客户类型广泛。**铜板带材领域，公司目前的市场占有率约为 10%，居行业首位，龙头领先优势较为明显。在稳定电工材料、服辅、连接器、灯头、首饰、耳机和五金等传统行业的基础上，公司积极地向 LED、汽车连接器、手机外壳等新兴行业拓展，不断提高市场占用率。下游客户在区域上主要集中在长三角、珠三角等加工企业密集的地区。但从所属行业类型上看，较为分散，涵盖服装生产、五金制造、汽车等多种类型。前五大客户合计收入占比不到公司总收入的 7%。由于下游客户类型广泛，故而公司主业较为稳健，不易受单一行业供求状况的影响。
- **铜板带材加工收入占据公司总收入的半壁江山。**公司深耕铜板带领域多年，2014 年以前，公司收入全部来自铜板带材产品销售。2014 年集团资产注入后新增铜杆、铜板线、钢带和精密管业务收入，2015 年顶立科技并表后新增装备制造收入，铜板带加工收入约占据公司主营业务收入的 50%左右。2016 年公司合计实现营业总收入 79.18 亿元，其中铜板带收入 41.08 亿元，占总收入比重为 51.88%。毛利率方面，随着铜加工行业回暖，公司铜板带材产品毛利率又恢复到 6%以上的水平。

图表 9：2014-2016 年铜板带收入及占比



来源：wind，中泰证券研究所

图表 10：2014-2016 年铜板带毛利率

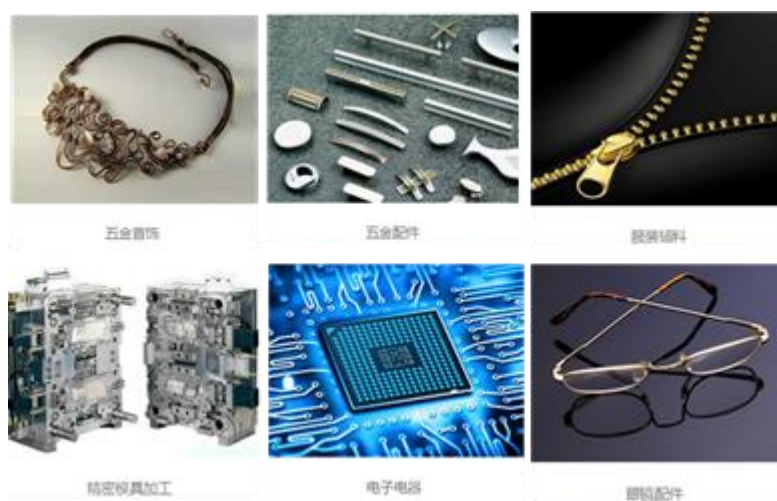


来源：wind，中泰证券研究所

(2) 核心产品——铜合金线材

- **产品种类丰富，年产能 3.5 万吨，规模居行业第一。**公司下设铜棒线事业部，主体为公司全资子公司芜湖楚江合金铜材有限公司，专业从事铜合金棒线材的研发、生产和销售。公司的铜合金线材产品主要包含高精密新材料切割用黄铜母线材、高档环保低锌首饰用黄铜线材、高精密铜合金 Y 型拉链线、纽扣用特硬铜合金弹簧丝、轮胎用铜合金气门芯和气门嘴、拉链扁线、电气接插件、拉头用铜合金扁线等几十种产品。产品广泛应用于精密模具加工、五金配件、电子电器、服装辅料、五金首饰、眼镜配件等行业。公司铜及铜合金线材年产能 3.5 万吨，位居行业规模第一位。

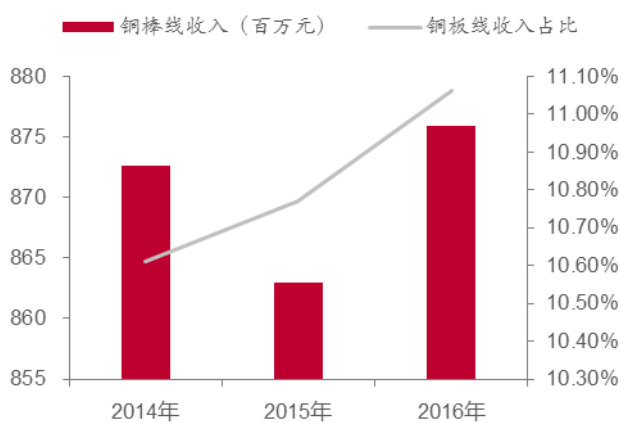
图表 8：公司铜合金线材主要应用领域



来源：公司官网，中泰证券研究所

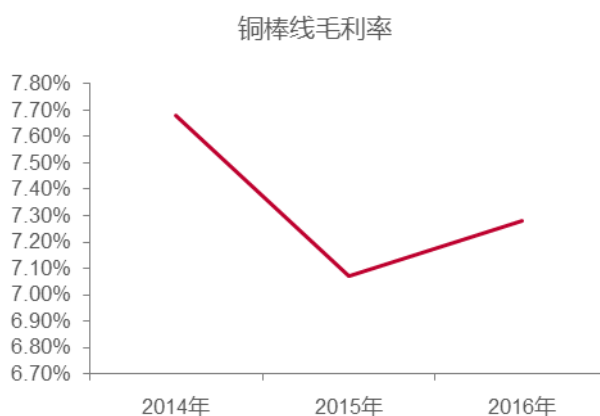
- 公司自 2014 年集团资产注入后，新增铜棒线材生产加工业务，生产和销售规模居行业第一。2014-2016 年铜棒线业务收入规模分别为 8.73 亿元、8.63 亿元和 8.76 亿元，占总营业收入比重分别为 10.61%、10.77% 和 11.06%。近几年毛利率维持在 7%-8% 区间，略高于公司铜板带材毛利率。

图表 9：2014-2016 年铜棒线收入及占比



来源：wind，中泰证券研究所

图表 10：2014-2016 年铜棒线毛利率



来源：wind，中泰证券研究所

(3) 核心产品——铜杆、特种钢材及家具管

- 公司的铜杆产品包括电力电缆和特种电缆，主要供应安徽无为区域市场，目前年产能约为 7 万吨。由于铜杆产品加工流程短、技术含量较低，所以毛利率一般在 3% 以下。但由于公司主要供应当地市场，增长较为稳定，2014-2016 年铜杆产品收入占比在 30% 上下波动。
- 公司的特种钢材及家具管产品主要包含中高碳钢、冷轧带钢、精密光亮带钢和各种高精密直缝焊管等产品。主要应用于金属家具、物流设备、家电等下游领域。目前钢材与家具管年产能合计 21 万吨左右，2016 年综合毛利率为 12.09%，收入占比 6.04%。

1.3 发力高档铜基产品，谋求产品结构升级

- 目前我国已经是铜加工材生产大国，以线、管、带材为主导产品，正处于向铜材精深加工转变阶段。2008年金融危机后，电力、电子、通讯、汽车、建筑、家电、IT等行业的迅猛发展，为铜加工业和铜板带生产提供了广阔的市场，国内铜材消费量和产量均迅速增长。我国已经形成了以线、管与带材为三大主导产品的产业格局。2015年全国铜材产量达到1,913.70万吨，铜材产品品种不断增加、质量不断提高，正处于从传统铜加工向现代精密铜加工转变的阶段。
- 行业集中度低，中低端产品市场竞争激烈，高档铜材产品依赖进口。目前，中国从事铜板带材加工的企业有百家之多，但年产量在万吨规模以上的企业只有个位数，行业集中度较低。行业内大量中小企业的存在，加剧了市场竞争，尤其在近几年宏观经济增长放缓，下游需求疲软的背景下，中低端铜材市场竞争日益激烈。而高档铜材产品则严重依赖进口。近年来，随着电力、电子、通讯、汽车、建筑、家电、IT等行业的迅猛发展，高精度铜板带材的市场需求量日益增大。高精度铜板带材自给率较低，每年需从日本、德国等国家进口大量的高精度铜板带材。
- 公司产品覆盖高中低档，中档产品竞争优势明显，高档产品有待继续开发与升级。公司的铜板带产品包括普通精度到高精度全系列，在中档铜板带材市场的竞争中，从产品规模、品牌建设、定价能力而言公司是行业的主导者和推动者之一，竞争优势明显。同时公司积极实施行业内资源整合，不断进行产品升级，扩大领先优势。目前公司的铜板带产品当中，中低档产品占比较大，而高档产品占比约为1/3。

图表 11：公司的 2016 年非公开发行募投项目

序号	项目名称	计划投资额 (万元)	募集资金额 (万元)
1	铜合金板带产品升级、产能置换及智能化改造项目	87260	76960
2	智能热工装备及特种复合材料产业化项目	36900	32823
3	年产 1 万吨高性能锂电池负极材料生产线建设项目	30000	25500
	合计	154160	135283

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 募投项目助力公司铜板带材产品升级。公司本次募投项目之一即为铜合金板带产品升级、产能置换及智能化改造项目，计划投资额 8.73 亿元，募集资金额 7.70 亿元。建成后，一方面能够优化公司现有主要产品的产能，加快公司生产的智能化改造，加快转型升级，进一步做大做强优势主业，另一方面将进一步完善公司产品结构，满足下游客户对不同类型高质量铜合金板带的需求，提升公司竞争力。
- 通过实施募投项目，公司的铜基产品有望实现“质”与“量”齐升，(1) 提升产品档次：目前高档产品占比约为 1/3，技改后有望提高到 80%左右，其他 20%维持中档水平。(2) 放大总量：通过装备置换打通关键瓶颈产能，目前铜板带材产能约 15 万吨，3 年之内有望达到 20 万吨。

2. 华丽转身，进军高端军工装备制造

2.1 收购顶立科技，迈出新材料布局第一步

- 2015年，公司向顶立汇智等发行股份并支付现金购买其合计持有的顶立科技100%的股权；并向楚江新材第1期员工持股计划发行股份募集配套资金1.3亿元，用于支付本次交易中的部分现金对价，交易价格为5.2亿元。2015年12月，公司完成定增，成功收购湖南顶立科技有限公司100%股权，实现了由基础材料向高端装备制造以及军工新材料方向的转型发展。
- 顶立科技与公司业务具有良好的互补性。近年来，公司作为国内铜加工基础材料行业龙头企业，也面临着高附加值产品占比不足，毛利率相对较低的现状，有意向技术含量更高的新材料领域延伸。而顶立科技目前所拥有的成套智能热工装备关键技术具有良好的可移植性，可广泛应用于各类高性能结构材料、新型功能材料和先进复合材料制备工艺。二者结合，存在互补效应。公司通过多年的发展和积累，在材料特别是有色金属领域，积累了丰富的管理经验和配套资源，能够有效的弥补顶立科技的不足，为公司向新材料技术的产业化推进的过程保驾护航。
- 业绩承诺：根据收购时顶立科技的业绩承诺，2015-2017年顶立科技的承诺净利润分别为4000、5000和6000万元。顶立科技2016年实现净利润5234.02万元，完成业绩承诺。顶立科技2016年完成高端热工装备交付133台/套，2017年有望交付150+台/套，我们预计顶立有望顺利完成6000万元的业绩承诺。

图表 12：顶立科技业绩承诺情况

年度	2015年	2016年	2017年
承诺净利润	4000万元	5000万元	6000万元
实际净利润	4037.01万元	5234.02万元	
是否达标	达标	达标	

来源：公司公告，中泰证券研究所

2.2 顶立科技是高端热工装备绝对龙头

- 热工装备主要用于新材料的研发与生产。热工装备主要采用热加工技术将材料放在一定的介质内加热、保温、冷却，通过改变材料表面或内部的组织结构，使材料达到所需性能的一种专业设备。智能热工设备制造主要应用于新材料的研发、生产，而新材料广泛应用于航空航天、军工、汽车、船舶、轨道交通、新能源、家电、电子信息等领域。

图表 13：智能热工装备产业链

	智能热工装备	特种金属功能材料	航空航天
钢材		高端金属结构材料	新能源
保温材料		先进高分子材料	船舶
机电配件		新型无机非金属材料	汽车
控制元器件		高性能复合材料	轨道交通
		前沿新材料	精密工件
上游		下游	终端

来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

- **我国热工装备行业快速发展，但高端热工设备多数依赖进口。**在国家产业政策的扶持下，近十几年来我国热工装备行业得到空前高速发展，行业大力推行技术进步和科技创新，采取自主研发、技术合作、引进国际先进技术等多种方式，大大提高了设计开发能力和制造水平。但总体来看，高端产品的技术水平和产能还不能满足国内需求，高端热工设备多数依赖进口。国内热工装备企业主要以民企、外商独资、中外合资以及科研院所为主。比如：宁波东方加热设备有限公司和南京宏达玉川工业炉有限公司，北京机电研究所、沈阳真空技术研究所、日本独资盘起工业、法国独资大连梯爱斯，但规模均较小，且以中低端热工装备为主。
- **顶立科技是我国新型热工装备的龙头企业，部分产品为国内独家供应。**特别是在碳复合材料领域及粉末冶金材料领域已成为国内产品系列齐全、可为客户提供完整解决方案的新材料及装备制造商。其中，系列大型真空碳化炉、超大型（30m³以上）真空化学气相沉积炉、2600℃超高温超大型（30m³）真空石墨化炉，打破了国际技术垄断和禁运，填补了国内空白，成为国内 30m³ 以上超大型尺寸碳纤维复合材料热工装备的唯一供应商。
- **主导产品为超大型、超高温、全自动、智能化及特种高端热工装备。**包括各种类型和环节的：①碳及碳化硅纤维复合材料系列装备；②高端真空热处理装备；③粉末冶金系列装备。产品广泛应用于下游各类碳及碳化硅基复合材料、高温复合材料、陶瓷基复合材料、高端真空热处理、粉末冶金制造企业。

图表 14：顶立科技的主要产品

主要产品类型	具体产品
碳材料热工设备	化学气相沉积炉、真空碳化炉、真空裂解炉、真空石墨化炉、中频感应炉、碳化硅氮化硅烧结炉、气压烧结炉、连续式碳化炉、碳碳/碳陶刹车盘制备系列设备等
真空热处理设备	真空气冷油淬炉、底装料真空气淬炉、真空高压气淬炉、真空退火炉、真空回火炉、真空热压炉、智能制造真空热处理数字化生产线等
粉末冶金装备	真空脱脂炉、注射成型（MIM）专用脱脂烧结炉、催化脱脂炉、真空烧结炉、钢带炉、网带式水蒸气处理炉、全自动碳化炉、多管炉等。

来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司的特种高端热工装备技术含量较高，且是非标产品，故而产能放量较慢。2016 年公司生产高端热工装备合计 133 台，目前产能 150+台，待募投项目达产后有望扩大产能至 180 台/年。产品单价从 50 万到 2000 万不等。
- 技术为王，研发实力雄厚，创新能力强。顶立科技拥有多专业、高水平的协同创新研发团队；拥有“全国博士后科研工作站”、“湖南省院士专家工作站”、“湖南省新型热工装备工程技术研究中心”、“湖南省企业技术中心”、“湖南省工程实验室”等创新平台。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，取得了一系列科技成果。申请和授权专利 220 余项，其中发明专利 110 余项，起草国家和行业标准 5 项；荣获省部级科技奖励 12 项，其中湖南省国防科技进步一等奖 2 项、中国有色科技进步一等奖 1 项、湖南省科技进步二等奖 1 项；完成科技成果鉴定（科学技术评价）16 项，其中 1 项“国际领先”、9 项“国际先进”。

图表 15：公司的核心技术

公司的核心技术	
新材料技术	纳米结构表明强化材料制备技术 高性能硬质合金制备技术 球形金属粉体材料制备技术 节能环保热技术石墨提纯技术 碳纳米管制备技术 金属基 3D 打印材料
装备技术	超大型、超高温热工装备制造技术 热工设备节能技术 高温绝缘绝热及膨胀协调技术 温场及气场精密调控技术 热工设备远程诊断与控制技术

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 客户分布较广，产品远销海外，受到包括美国、俄罗斯在内的国外市场认可。顶立科技目前经营的新型智能热工装备和信息咨询与技术服务，主要的销售客户集中在新材料国家重点工程、航空航天、国防军工领域。国内销售主要是打破西方国家封锁和禁运装备的替代，国外销售主要是欧美、俄罗斯等国家。美国、俄罗斯等西方发达国家热工装备制造技术成熟，顶立科技的产品能够得到这些海外客户的认可，从侧面证实了其装备产品的竞争力。

图表 16：热工装备产品示例


来源：顶立科技官网，中泰证券研究所

2.3 军工业务成为公司新的驱动力

- 顶立科技有望成为资质完备的军品供应商。**由于军工产品的重要性的特殊性，其生产销售除需要具备一定的条件外，还要经过相关部门的批准许可。根据《武器装备科研生产许可管理条例》，提供军用产品的厂商首先需通过相应的保密资格认证、军工产品质量体系认证等相关认证并取得相应资格或证书。目前顶立科技已通过三级保密资格认证、武器装备质量体系认证和武器装备科研生产许可证，武器承制许可证目前正处于申请阶段，一旦通过认证，顶立科技有望成为资质完备的、生产军品类民营企业的核心供应商，从而有助于公司今后在新材料领域的深入布局，也有助于拓展高端军品的研制与生产，从而有望在军工领域获得超预期的业绩。

图表 20：顶立科技具备“军工四证”中的三证

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

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 顶立科技目前是我国航空航天、国防军工等领域特种大型热工装备的唯一研制单位及核心供应商。**2016 年生产热工装备合计 133 台，2017 年计划生产 150+ 台。由于子公司顶立科技在热工装备制造方面技术壁垒高，部分产品为国内唯一生产制造商，且多数产品为军品，从而享受较高的毛利率水平，近几年装备制造毛利率维持在 55% 以上的超高毛利率水平。截止目前，顶立科技的军工订单占比约为 40%，由于近两年受到“军改”的影响，拿单节奏有所放慢，军工订单占比上升缓慢。随着军改步入收尾阶段，公司的军工订单有望放量，从而增厚公司业绩。
- 军民融合不断推进深化，民参军企业大有可为。**军民融合不断推进深化，看好转型军工的优质民企。军民融合上升为国家战略，近期军民融合发

展委员会第一次全体会议召开、国防科工局发布 2017 年军民融合专项行动计划，为民参军企业带来了新的发展机遇。民营企业受到军工行业规模的吸引，又有政策的鼓励，民参军的积极性高涨。如果民参军的企业自身拥有独特的核心技术，加上产品下游需求空间较大，则企业有望获得较好的长期成长性。军工产品一般具有较高的利润率，且民营企业具有更为灵活和市场化的管理和成本控制模式，因此转型军工的民营企业将具有良好的前景。

- **湖南省军民融合发展态势良好，顶立科技有望持续获益。**湖南省在全国率先编制了第一个省级军民融合产业发展规划，制定出台了《湖南省通用航空产业 2013-2020 年发展规划》《湖南省军民结合卫星应用产业园建设方案》等子规划，明确发展目标和重点，指明发展方法和途径，为省内各军工企业和民用单位规划了一幅清晰的发展路线图，并充分利用各种有利条件，确保规划落实。顶立科技作为湖南省典型的民参军企业，有望持续受益。

图表 21：军民融合政策及事件汇总

时间	军民融合政策内容
2016.3.25	中共中央政治局审议通过《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》把军民融合发展上升为国家战略，推进军民融合发展是一项利国利民的大战略。
2016.7.21	中共中央 国务院 中央军委印发《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》着眼国家安全和发展战略全局，明确了新形势下军民融合发展的总体思路、重点任务、政策措施，是统筹推进经济建设和国防建设的纲领性文件。
2016.9.5	军民融合产业发展基金创立大会在北京举行。该基金由航天投资控股有限公司代表中国航天科技集团公司联合 13 家军工央企、知名金融机构共同发起，首期规模为 302 亿元人民币，目储备预计投资额超过 1000 亿元。投资方向则是军工企事业单位改制、军工装备、军工资产证券化、军民融合技术，以及军工国企改革
2017.1.22	中共中央政治局 1 月 22 日召开会议，决定设立中央军民融合发展委员会，由国家主席担任主任。中央军民融合发展委员会是中央层面军民融合发展重大问题的决策和议事协调机构，统一领导军民融合深度发展，向中央政治局、中央政治局常务委员会负责。
2017.2.27	中央军委装备发展部日前推出《推进装备领域军民融合深度发展的思路举措》，明确 12 条举措和 45 项任务，持续推进装备领域军民融合深度发展。其中包括扩大民参军范围，实现“两证合一”，设立联合基金等，核心指向进一步降低军工准入门槛。
2017.5.18	国防科工局党组：加快建立军民融合创新体系。
2017.6.20	6 月 20 日下午，中央军民融合发展委员会第一次全体会议召开。会议审议通过了《中央军民融合发展委员会工作规则》、《中央军民融合发展委员会办公室工作规则》、《中央军民融合发展委员会近期工作要点》和《省（区、市）军民融合发展领导机构和工作机构设置的意见》。
2017.6.22	近日，国防科工局发布《2017 年国防科工局军民融合专项行动计划》，共提出六个方面 30 项年度重点工作。

来源：公开资料，中泰证券研究所

3.内外兼修，坚定布局新能源新材料

3.1 以装备带材料，发展壮大顶立科技

- **新材料行业发展是大势所趋。**经过几十年奋斗，我国新材料产业从无到有，不断发展壮大，在体系建设、产业规模、技术进步等方面取得明显成就。新材料在国民经济各领域的应用不断扩大，形成了包括研发、设计、生产和应用，品种门类较为齐全的产业体系。部分关键技术取得重大突破。新材料品种不断增加，高端金属结构材料、新型无机非金属材料和高性能复合材料保障能力明显增强。
- **新材料重点发展方向：**在《中国制造 2025 重点领域技术路线图》中：包括 10 大重点领域，23 个重点方向，其中新材料包括 3 个方向，分别是先进基础材料、关键战略材料以及前沿新材料。其中，前沿新材料的发展重点是 3D 打印用材料，如低成本钛合金粉末、高温合金粉末以及铁基合金粉末。未来 10 年，为满足航空航天、生物医药、汽车摩配、消费电子等领域对个性化、定制化复杂形状金属制品的需求，3D 打印金属粉末需求量将年均增长 30%，到 2020 年需求量达 800 吨，到 2025 年达 2000 吨。（数据来源：国家制造强国建设战略咨询委员会颁布的《中国制造 2025》重点领域技术路线图 2015 版）
- **顶立科技具备一定的新材料研发储备。**新材料装备制造产业是新材料产业发展的核心推动力，两者相辅相成，共同推动新材料产业的进步。新材料产业化需要相配套的制造装备进行生产，而高性能新材料的不断出现也促进了制造装备的更新升级，因此新材料技术和制造装备技术共同构成了新材料产业的核心竞争力。顶立科技在新材料领域也具备很强的研发和产业化能力，现阶段储备的技术主要包括六大类：**金属基 3D 打印材料、表面强化材料、超细晶硬质合金材料、石墨提纯技术等。**

图表 22：顶立科技新材料技术方向

《十二五规划》的新材料领域	顶立科技的材料技术和装备应用
特种金属功能材料（独特的声、光、电、热、磁等性能的金属材料）	稀有金属钴、钼、钨等生产工艺技术及装备
高端金属结构材料（具有更高的强度、韧性和耐高温、抗腐蚀等性能的金属材料）	超细晶硬质合金制备技术和装备
高性能复合材料（由两种或两种以上异质、异型、异性材料复合而成的具有特殊功能和结构的新型材料）	碳纤维复合材料制备及石墨提纯技术、陶瓷基复合材料制备技术和装备
前沿新材料（纳米、超导、生物、智能材料）	纳米结构表面强化材料制备技术、粉末冶金技术及装备

来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司已经建成的中国第一家“材料工艺与热工装备客户体验中心”，是具备完整中试条件的新材料产业化及热工装备研发基地。客户体验中心具备的功能包括：①公司自身新材料工艺技术、热工装备技术的研发及

实验；②为客户规模化生产前提供批量的产品试生产、获取实验数据、进行设备选型和改造；③为高等院校及研究机构提供走出实验室的中试条件；④为公司及客户提供培训工艺及装备人才的基地；⑤为公司产品销售提供使用体验、展示的帮助。随着新材料产业的快速发展，客户不再寻求单一的装备供应商，要求在订购装备的同时提供配套的工艺技术服务，对装备供应提出了新要求。公司设立研发中心和材料工艺与热工装备客户体验中心，不仅为自身源源不断技术创新提供平台，更为客户提供实验平台和操作性技能人才提供培训平台，最终为客户提供系统的解决方案。材料工艺与热工装备客户体验中心装备齐全，又有相应的工艺和设备操作指导，客户设备选择具有可比性，因此而形成独特的竞争优势。公司通过提供这种体验式服务，为客户提供了增量的价值。近年来，公司 45% 以上的销售额直接或间接与材料工艺及热工装备客户体验中心有关，体验中心的作用愈来愈突显。

图表 17：顶立科技热工装备客户体验中心



来源：顶立科技官网，中泰证券研究所

- **积极开展新材料领域合作，壮大顶立科技，推动其产业化发展。**公司发展战略中很重要的一点就是壮大顶立科技，积极推动其“民参军”，实现顶立产业化。此外，公司未来有望并购同类型军工新材料企业。公司 2016 年 6 月与丰年永泰签订了战略合作协议，有望在军工新材料领域投资并购方面展开进一步合作。我们认为公司的外延并购主要围绕军工或者新材料领域，一方面军工产品毛利率较高，有利于增厚公司的业绩，另一方面公司在新材料方面有一定的储备，并购相关标的将与公司业务产生协同效应。

图表 18：公司积极开展新材料领域合作

时间	事项
2015.12	顶立科技与湖南航天新材料技术研究院有限公司签订《战略合作框架协议》
2016.1	顶立科技与湖南理工学院签订《联合共建“航空技术与材料研究中心”战略框架协议》
2016.6	公司与丰年资本签署《战略合作协议》

来源：公司公告，中泰证券研究所

3.2 募投项目拓展公司新材料发展空间

- **募投项目助力布局新材料领域。**公司 2016 年度非公开发行募集资金主要用于 3 个募投项目，其中 2 个与新材料、新能源布局有关。(1) 军品配套新材料及智能热工装备产业化；(2) 年产 1 万吨高性能锂电池负极材料生产线建设三个项目。军民融合发展战略的推广和新能源汽车产业爆发式的发展，国家政策支持力度不断加大，产业配套持续完善。将为公司新材料市场的战略布局提供有力支持。一方面提升公司及子公司顶立科技在高性能复合材料领域产业化水平，不断巩固碳类复合材料领域及粉末冶金材料领域的国内领先优势地位；另一方面使公司布局锂电池负极材料市场，产品应用领域由铜板带材进一步拓展，符合行业发展方向，着眼于未来，保证公司业绩的持续增长。

3.2.1 智能热工装备及特种复合材料产业化项目

项目计划投资 36,900 万元，实施后，产品包括 (1) 高性能复合材料；(2) 高性能复合材料热工装备；(3) 金属基 3D 打印材料和制品。

(1) 碳纤维复合材料：结构升级，需求放量

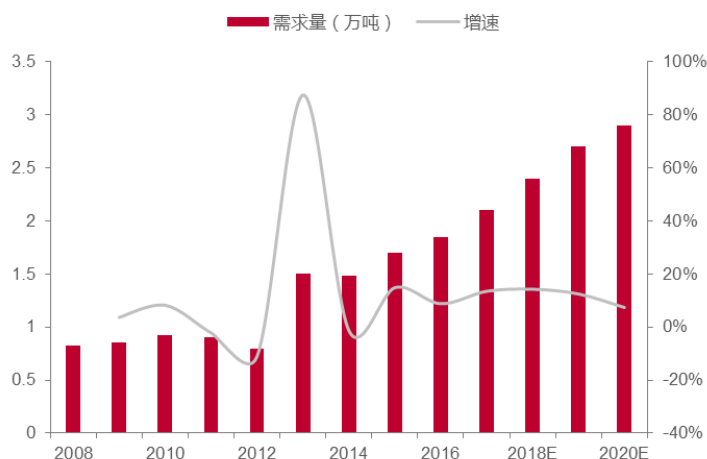
- **性能优良、应用广泛。**碳纤维是一种含碳量在 95% 以上的高强度、高模量纤维的新型纤维材料，质轻、耐腐蚀、耐高低温。因其优良的性能，而广泛应用于航空航天、汽车、体育休闲等领域，且其在高端应用领域的比重不断增加。
- **国内碳纤维消费正处在结构升级、高端应用化阶段。**现阶段我国碳纤维消费以体育休闲用为主，而航空航天、汽车等高端领域应用尚不够深入，与发达国家仍有较大差距。国务院印发《关于中国制造 2025 的通知》中明确提出了高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、农机装备、生物医药及高性能医疗器械等十个重点发展领域，而碳纤维材料在这些领域中均有不同形式的应用。

图表 19：国内碳纤维产业与国外的差距

项目	国内	国际
航空航天	起步阶段	成熟应用
工业用	研发、起步阶段	技术解决，应用推广阶段
风力发电叶片	研发碳纤维在 3MW 以上叶片应用	
抽油杆	小批量生产和应用	技术成熟，应用上升
电缆导线芯	技术难题解决，个别企业能规模化生产	
体育休闲	用量最大，产业化生产	市场份额已经处于逐渐降低的态势
高尔夫	应用广泛	
钓鱼竿	生产量和国际市场份额世界领先	

来源：新材料在线，中泰证券研究所

- **需求放量，我国碳纤维复合材料行业迎来快速增长期。**根据智研数据研究中心《我国碳纤维行业未来发展前景预测》报告预测，预计到 2020 年我国碳纤维复合材料的需求量将达到 30,000t，年增长率约 22.0%，到 2050 年将达到 70,000t，占全球碳纤维复合材料的一半以上。

图表 20：我国碳纤维复合材料需求量预测


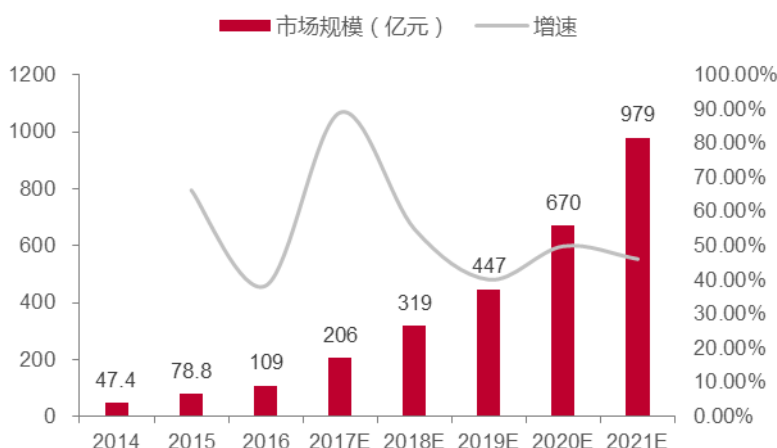
来源：新材料在线，中泰证券研究所

(2) 高端智能热工装备：国外实施禁运政策，国内市场空间广阔

- 西方发达国家就高性能复合材料高端技术与装备对中国实施的禁运政策为高端智能热工装备创造了市场空间。西方发达国家将军事武器装备、尖端技术产品等列入禁运清单，包括涉及高性能复合材料的技术及装备，禁止向中国出口。航空航天、国防军工等领域关键材料及装备必须自给，同时军用领域高性能复合材料产业的突破也将推动民用产业的快速发展，为高性能复合材料高端热工装备创造了市场空间。
- 国家重点项目催生需求，高端热工装备市场潜力超百亿。随着我国大运载火箭、航天飞机、航天飞行器、C919 大飞机等大项目的实施，为我国高性能复合材料的应用提供了广阔的市场需求，高性能复合材料热工装备带来了广阔的市场空间。根据高性能复合材料发展趋势及应用前景推测，到 2020 年高性能复合材料热工装备的市场潜力将达到 103 亿元。（数据来源：2015-2020 年中国陶瓷基复合材料项目行业市场深度调研及投资战略研究分析报告）

(3) 金属基 3D 打印：细分市场，高增长可期

- 3D 打印行业迎来快速增长期。根据权威机构 Wohlers Report 2015 报告，3D 打印在 2014 年覆盖了 41 亿美元的市场。该行业过去三年里复合年增长率为 33.8%，增长强劲。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。根据艾媒咨询报告测算，我国 3D 打印市场也处在快速增长阶段，预计到 2020 年将接近千亿元。

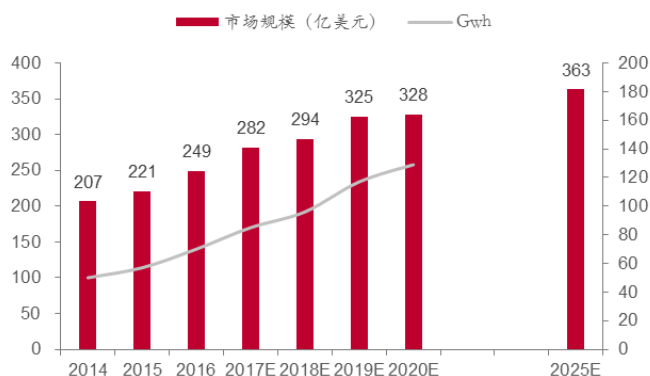
图表 21：中国 3D 打印市场规模预测


来源：艾媒咨询，中泰证券研究所

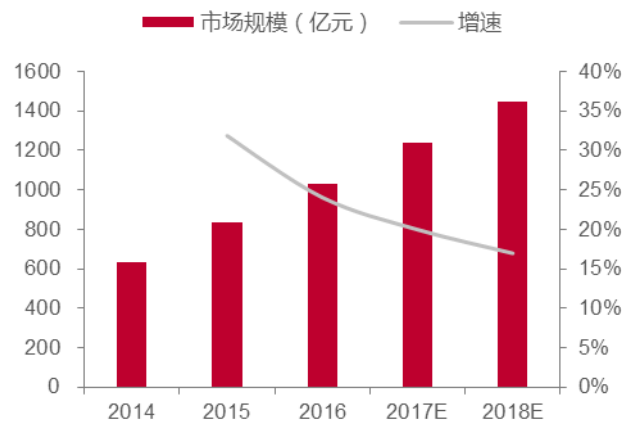
- 金属基 3D 打印产业为近几年发展迅速的新兴产业**，我国正处于起步阶段，产业急需的装备、材料均由德国、英国、美国等少数几个发达国家所掌握。为了促进我国 3D 打印产业的发展，2015 年 2 月，工信部发布了《国家增材制造产业发展推进计划(2015-2016)》，为 3D 打印产业所需的装备、材料等发展指明了方向。**3D 打印金属粉末作为金属零件 3D 打印产业链最重要的一环，也是最大的价值所在。**
- 3D 打印金属粉末市场规模 50 亿美元，年复合增速将达 39.5%**。根据华尔街日报发布的信息，市场研究公司 IDTechEx 公布 2016 年 3D 打印金属粉末市场达到了 2.5 亿美金，高于预测。而 3D 打印金属粉末市场将保持高增长的态势，IDTechEx 预测到 2025 年达到 50 亿美金的市场规模，年复合增长率 39.5%。

3.2.2 年产 1 万吨高性能锂电池负极材料生产线建设项目

- 动力电池和储能领域提供增量需求**。目前我国的锂离子电池产品的主要消费领域是电子数码产品，但锂离子电池产品在动力电池和储能领域也崭露头角，行业呈现快速发展态势。按照新能源汽车发展规划《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》，2020 年，纯电动汽车将突破 500 万辆，以混合动力为代表的节能汽车达到全部汽车销量的 75%，新能源汽车产销量爆发式增长带动锂电池需求同步剧增。根据行业数据，负极材料占锂离子电池成本的 10-15%，市场前景相当广阔。
- 全球锂电池需求量仍将维持高增速**。根据 IIT 的统计数据，2010-2014 年，全球锂电池总需求量从 2010 年的 20.4Gwh 增长到 2014 年的 57.2Gwh，市场规模从 122 亿美元增长到 249 亿美元，复合年增长率分别高达 29%和 20%；预计 2020 年全球锂电池总需求量和市场规模将分别达到 192.4Gwh 和 647 亿美元，未来十年复合年增长率预计分别为 22%和 17%，将继续维持在较高水平。

图表 22：全球锂电池市场规模预测


来源：IIT, 中泰证券研究所

图表 23：中国锂电市场规模预测


来源：锂电大数据网站, 中泰证券研究所

- 公司及子公司顶立科技对负极材料领域的各项技术创新和储备已为公司业务向该领域拓展奠定了坚实的基础。预计项目完成投产后，将进一步增厚公司业绩，利润规模有望超 5000 万元。

4. 盈利预测与估值

4.1 主营业务盈利预测与关键假设

- **铜加工主业：**随着铜价上行、铜加工行业回暖以及公司产品智能化改造、升级项目进行，我们预计公司铜加工主业发展向好，有望实现“量价齐升”。分产品来看，铜板带业务一方面新增产能陆续释放，另一方面加工费回升，业务毛利率有望提升至 7%-9% 区间，预计营收维持 15%-20% 以上的增长；铜杆、铜合金线材、钢带和管材产品均有望实现年均 10% 以上增长，且毛利率小幅提升。
- **顶立科技：**2017 年承诺净利润为 6000 万元，根据目前热工装备的订单情况和 150 台+的产能体量，我们预计今年有望顺利实现承诺业绩。随着募投项目推进，热工装备年产能有望在 3 年之内达到 180 台+，届时有望拥有 2 个亿的订单承接能力。我们预计顶立科技 2017-2019 年收入分别为 1.9/2.67/3.68 亿元。

图表 24：分业务盈利预测（单位：百万元）

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	8,222.64	8,011.22	7,918.47	9,819.54	11,243.48	12,565.29
yoy	113.78%	-2.57%	-1.16%	24.01%	14.50%	11.76%
营业成本	7,856.49	7,679.50	7,391.60	9,081.89	10,306.74	11,432.27
毛利率	4.45%	4.14%	6.65%	7.51%	8.33%	9.02%
铜板带						

收入	3,956.35	3,979.81	4,107.91	5340.28	6141.33	6878.28
yoy		0.59%	3.22%	30.0%	15.0%	12.0%
成本	3,763.38	3,822.67	3,857.98	4,939.76	5,631.60	6,266.12
毛利率	4.88%	3.95%	6.08%	7.50%	8.30%	8.90%
铜杆						
收入	2,802.82	2,672.30	2,291.49	2,749.79	3,107.26	3,417.99
yoy		-4.66%	-14.25%	20.00%	13.00%	10.00%
成本	2,753.41	2,619.66	2,224.00	2,664.54	3,007.83	3,308.61
毛利率	1.76%	1.97%	2.95%	3.10%	3.20%	3.20%
铜棒线						
收入	872.61	862.98	875.92	998.55	1,128.36	1,241.20
yoy		-1.10%	1.50%	14.00%	13.00%	10.00%
成本	805.61	801.95	812.14	924.66	1,034.71	1,135.69
毛利率	7.68%	7.07%	7.28%	7.40%	8.30%	8.50%
钢带管材						
收入	565.44	462.10	478.35	540.54	599.99	659.99
yoy		-18.28%	3.52%	13.00%	11.00%	10.00%
成本	511.49	416.23	420.51	472.97	522.00	572.87
毛利率	9.54%	9.93%	12.09%	12.50%	13.00%	13.20%
顶立科技						
收入		23.37	149.91	190.39	266.54	367.83
yoy			541%	27.00%	40.00%	38.00%
成本		10.40	63.70	79.96	110.61	148.97
毛利率		55.48%	57.51%	58.00%	58.50%	59.50%

来源：中泰证券研究所

4.2 绝对估值

■ 绝对估值关键假设如下：

- 1) 永续增长率为 4%；
- 2) 无风险利率参考短期国债收益率、央行 2 周逆回购、SHIBOR 数据；
- 3) β 值采用申万铜加工行业调整后去杠杆 β ：1.09（最近 2 年，标的指数沪深 300）作为公司无杠杆 β 的近似值；
- 4) 资本结构采用自身公司带息债务和权益市值的资本结构；
- 5) 公司无长期负债，债务成本选用央行最新短期贷款基准利率 4.95%
- 6) 有效税率：15%（高新技术企业享受 15% 的优惠税率）

图表 30: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	12309.31
净债务价值	4485.64
股票价值	7823.67
每股价值	14.63

来源：中泰证券研究所

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约为 14.63 元/股。但由于绝对估值对各加权平均资本和永续增长率的敏感性较大，估值结果易受主观影响。为了提高估值结果的客观性，我们采用相对估值法的估值结果。

4.3 相对估值

- 根据关键假设，我们预计公司 17-19 年营业收入分别为 98.2/112.43/125.65 亿元，EPS 分别为 0.6/0.84/1.1 元/股。我们对公司分业务进行估值，其中参考公司的 EPS 和 PE 均来自 WIND 一致预测。
1) 铜加工板块：参照可比公司估值，我们根据 17 年的平均数、中位数，给予公司铜加工板块 17 年 30 倍估值。预计 17 年铜加工业务净利润 2.6 亿左右，公司股本 5.35 亿，对应 EPS 为 0.48，对应板块股价为 14.4 元/股。

图表 25：铜加工主业可比公司估值情况

序号	代码	公司简称	股价	PE	
				2017	2018
1	600362.SH	江西铜业	19.19	36.26	28.04
2	601137.SH	博威合金	11.73	29.16	22.59
3	000630.SZ	铜陵有色	3.09	23.90	17.73
		中位值		29.16	
		平均值		29.77	

来源：wind, 中泰证券研究所（股价为 2017 年 8 月 28 日收盘价）

- 2) 顶立科技：**参照可比公司估值，我们根据 17 年的平均数、中位数，结合顶立科技的市场地位、业务规模等，给予公司子公司顶立科技 17 年 60 倍估值。预计 17 年高端装备净利润 6300 万左右，公司股本 5.35 亿，对应 EPS 为 0.12，对应板块股价 7.1 元/股。

图表 26：顶立科技可比公司估值情况

序号	代码	公司简称	股价	PE	
				2017	2018
1	002254.SZ	泰和新材	13.52	62.10	49.09
2	000697.SZ	炼石有色	21.14	157.64	85.31
4	300159.SZ	新研股份	12.23	36.15	25.38
		中位值		62.1	
		平均值		79.50	

来源：wind, 中泰证券研究所（股价为 2017 年 8 月 28 日收盘价）

- 通过分业务测算，我们估算公司 17 年对应市值为 115 亿元，其中铜加工板块市值 77 亿，热工装备及新材料板块市值 38 亿，当前股本 5.35 亿股，对应股价为 21.5 元，相当于约 36 倍估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

- (1) 铜价大幅下行，铜基材料加工行业景气度大幅下滑。公司铜板块业务将受到不利影响，毛利率下降，收入减少。
- (2) 公司募投项目进展不及预期。目前公司的 3 个募投项目仍在建设周期内，若进展不达预期，将会对公司业绩释放产生影响。

- (3) 公司外延整合并购不及预期, 则公司新材料领域布局进度将有所减慢, 公司发展面临阻力。

图表 27: 报表摘要

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7918.47	9819.54	11243.48	12565.29	净利润	190.33	320.44	447.77	588.32
营业成本	7391.60	9081.89	10306.74	11432.27	折旧与摊销	61.03	130.88	134.19	137.47
营业税金及附加	39.10	37.63	39.35	43.98	财务费用	22.27	18.32	18.37	18.42
销售费用	107.34	135.65	154.35	172.86	资产减值损失	14.68	0.00	0.00	0.00
管理费用	147.39	180.45	207.50	206.43	经营营运资本变动	-462.60	-77.85	-208.64	-193.75
财务费用	22.27	18.32	18.37	18.42	其他	80.29	-3.58	-0.40	-0.23
资产减值损失	14.68	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-94.01	388.22	391.29	550.23
投资收益	-0.73	0.00	0.00	0.00	资本支出	-38.17	-34.50	-34.50	-34.50
公允价值变动损益	0.67	0.56	0.64	0.62	其他	-168.39	0.56	0.64	0.62
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-206.56	-33.94	-33.86	-33.88
营业利润	196.04	366.15	517.80	691.95	短期借款	124.00	3142.32	431.44	248.96
其他非经营损益	32.95	36.10	35.12	35.28	长期借款	-15.65	0.00	0.00	0.00
利润总额	228.99	402.24	552.92	727.23	股权融资	1339.26	-83.80	0.00	0.00
所得税	38.66	81.81	105.15	138.91	支付股利	-8.89	-39.51	-58.52	-85.99
净利润	190.33	320.44	447.77	588.32	其他	-31.38	-18.32	-18.37	-18.42
少数股东损益	2.93	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1407.34	3000.69	354.55	144.55
归属母公司股东净利润	187.40	320.44	447.77	588.32	现金流量净额	1106.20	3354.97	711.97	660.90
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1554.81	4909.77	5621.74	6282.64	成长能力				
应收和预付款项	635.21	687.62	811.32	913.21	销售收入增长率	-1.16%	24.01%	14.50%	11.76%
存货	711.64	717.16	836.73	950.06	营业利润增长率	255.68%	86.78%	41.42%	33.63%
其他流动资产	198.74	244.58	278.92	310.80	净利润增长率	150.83%	68.36%	39.74%	31.39%
长期股权投资	12.88	12.88	12.88	12.88	EBITDA 增长率	70.81%	84.50%	30.08%	26.48%
投资性房地产	2.91	2.91	2.91	2.91	获利能力				
固定资产和在建工程	610.27	537.06	460.54	380.74	毛利率	6.65%	7.51%	8.33%	9.02%
无形资产和开发支出	576.64	553.49	530.34	507.18	三费率	3.50%	3.41%	3.38%	3.17%
其他非流动资产	31.69	31.67	31.65	31.63	净利率	2.40%	3.26%	3.98%	4.68%
资产总计	4334.78	7697.15	8587.04	9392.07	ROE	5.98%	9.49%	11.89%	13.78%
短期借款	734.00	3876.32	4307.76	4556.72	ROA	4.39%	4.16%	5.21%	6.26%
应付和预收款项	342.60	361.61	427.97	479.10	ROIC	2.99%	4.54%	5.70%	6.83%
长期借款	14.35	14.35	14.35	14.35	EBITDA/销售收入	3.53%	5.25%	5.96%	6.75%
其他负债	63.57	67.48	70.31	72.91	营运能力				
负债合计	1154.52	4319.76	4820.40	5123.09	总资产周转率	2.21	1.63	1.38	1.40
股本	534.60	534.60	534.60	534.60	固定资产周转率	12.83	17.24	22.71	30.13
资本公积	2128.54	2044.74	2044.74	2044.74	应收账款周转率	20.73	21.69	22.16	21.44
留存收益	517.11	798.04	1187.29	1689.63	存货周转率	12.78	12.58	13.16	12.71
归属母公司股东权益	3180.26	3377.39	3766.64	4268.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.17%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3180.26	3377.39	3766.64	4268.98	资产负债率	26.63%	56.12%	56.14%	54.55%
负债和股东权益合计	4334.78	7697.15	8587.04	9392.07	带息债务/总负债	64.82%	90.07%	89.66%	89.22%
					流动比率	2.83	1.54	1.59	1.67
					速动比率	2.18	1.37	1.41	1.48
					股利支付率	4.75%	12.33%	13.07%	14.62%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	279.33	515.36	670.36	847.84	每股收益	0.35	0.60	0.84	1.10
PE	49.21	28.78	20.60	15.67	每股净资产	5.95	6.32	7.05	7.99
PB	2.90	2.73	2.45	2.16	每股经营现金	-0.18	0.73	0.73	1.03
PS	1.16	0.94	0.82	0.73	每股股利	0.02	0.07	0.11	0.16
EV/EBITDA	29.96	15.82	11.75	8.80					
股息率	0.10%	0.43%	0.63%	0.93%					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。