

楚江新材 (002171)

证券研究报告

2018年03月07日

基础材料+新材料+新能源三足鼎立布局初现

夯实基本金属材料业务。公司的金属材料产品包括铜基材料（铜板带、铜杆、铜棒线等）和钢基材料（钢带、管材等），2016 年实现金属材料销量 41.8 万吨，产销规模不断扩大，预计到 2017 年这一数字将达 43.7 万吨以上；另一方面，公司积极优化金属材料产品结构、同时加码优质铜加工产能，2016 年定增募资 8.73 亿元用于“铜合金板带产品升级、产能置换及智能化改造项目”，项目完成后公司铜板带产品产能将继续提升，生产成本有望降低，吨均毛利将显著提高，预计该项目达产后将为公司新增年利润总额 1.31 亿元。

“内需增长+进口替代+出口增长”三重利好支撑铜板带需求。从内需看，预计今后几年，我国在半导体等信息行业、太阳能发电等新能源产业、通信等高端制造业、交通运输等行业所需高精度铜板带材会快速增长。从贸易看，中国是铜加工材进口最多的国家，近年随着国内产品质量提升，进口量逐年下降，国内产品的进口替代效应显著；与此形成对比的是，中国铜板带出口量增长明显，随着中国制造的提升和一带一路的建设，预计未来几年中国铜板带的出口量将出现快速增长。

热工装备产品迅速放量，盈利增长长期可期。公司 2015 年通过收购顶立科技进军高端热工装备制造领域。顶立科技是我国新型热工装备的龙头企业，是国内 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。2016 年共销售热工装备共 133 套，预计 17 年销量将达 160 套以上，产品毛利高达 50% 以上。同时公司募投 3.69 亿元用于“智能热工装备及特种复合材料产业化项目”，产品包括高性能复合材料、高性能复合材料热工装备以及金属基 3D 打印材料和制品，项目有利于丰富顶立科技的产品结构。

募投锂电负极材料，三足鼎立格局将初步形成。此外，公司还募投 3 亿元用于“年产 1 万吨高性能锂电池负极材料生产线建设项目”，项目完成后公司“基础材料+新材料+新能源”的战略布局初步形成。

股权激励显示公司提升业绩的动力。公司斥资 1.5 亿元用于回购股份实施股权激励，显示了公司强化管理、提升业绩的强大动力。

盈利预测与投资建议：我们测算公司 2017-2019 年归母净利润分别为 3.62 亿元、4.50 亿元和 5.86 亿元，EPS 分别为 0.34、0.42 和 0.55 元/股，对应现价 PE 分别 20.4 倍、16.4 倍和 12.6 倍，低于铜加工行业估值水平，大幅低于热处理设备行业估值水平。考虑公司是国内铜基材料加工的龙头企业，同时新材料、新能源有望成为公司的业绩新增长点，公司的业绩增长长期可期，公司合理目标价区间 7.79~10.39 元，对应 PE18.5~24.7 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：加工费下跌，产品放量不及预期，下游需求不及预期

投资评级

行业	有色金属/工业金属
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	6.91 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,069.21
流通 A 股股本(百万股)	1,027.51
A 股总市值(百万元)	7,388.23
流通 A 股市值(百万元)	7,100.08
每股净资产(元)	3.12
资产负债率(%)	26.40
一年内最高/最低(元)	20.29/5.71

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

孙亮 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110003
sunliang@tfzq.com

田源 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030003
tianyuan@tfzq.com

王小芃 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517060003
wangxp@tfzq.com

田庆争 联系人
tianqingzheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,011.22	7,918.47	11,028.14	12,881.01	14,566.94
增长率(%)	(2.57)	(1.16)	39.27	16.80	13.09
EBITDA(百万元)	163.53	279.30	511.36	620.82	797.73
净利润(百万元)	70.45	187.40	361.86	449.71	586.12
增长率(%)	34.45	166.01	93.09	24.28	30.33
EPS(元/股)	0.07	0.18	0.34	0.42	0.55
市盈率(P/E)	104.87	39.42	20.42	16.43	12.61
市净率(P/B)	4.44	2.32	1.87	1.74	1.62
市销率(P/S)	0.92	0.93	0.67	0.57	0.51
EV/EBITDA	66.55	27.30	11.36	8.71	6.63

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. “基础材料+新材料+新能源”的战略版图.....	3
2. 铜基材料是公司的立业之本.....	4
2.1. 公司是铜加工行业的龙头企业.....	4
2.2. 铜板带材：产能扩张与工艺改造齐头并进.....	4
2.3. 其他加工材行业优势明显.....	5
3. 热工装备业务将成公司业绩的新增长点.....	6
3.1. 并购顶立科技涉足热工装备领域.....	6
3.2. 打破外资垄断，盈利能力居高.....	7
4. 发挥技术优势，募投石墨负极产能进军新能源.....	8
5. 股权激励彰显公司信心.....	9
6. 盈利预测与投资建议.....	9
7. 风险提示.....	9
附录：量价模型.....	10

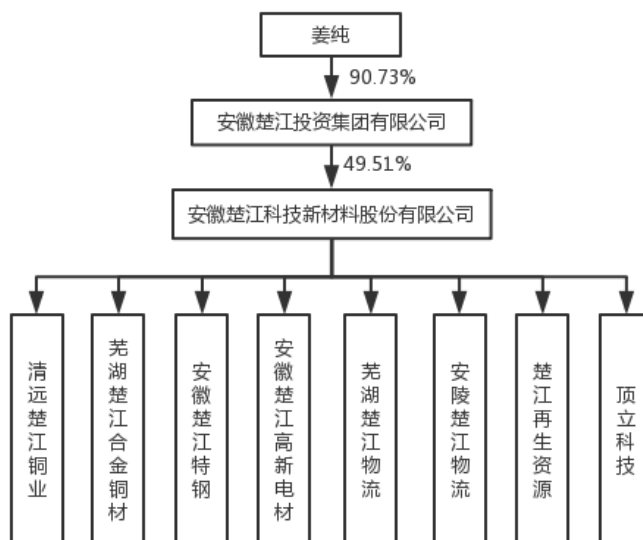
图表目录

图 1：公司实际控制人为姜纯.....	3
图 2：公司将逐渐形成“基础材料+新材料+新能源”的战略格局.....	3
图 3：铜板带进口量逐年下降.....	5
图 4：铜板带出口量增速明显.....	5
图 5：材料加工业务毛利超过半数来自铜板带.....	6
图 6：公司铜板带、铜棒线、钢带、管材毛利率较高.....	6
图 7：公司主要业务是热工装备的制造，未来将涉足下游新材料行业.....	6
图 8：公司部分国内唯一供应的产品.....	8
图 9：公司热工装备业务毛利率居高.....	8
表 1：公司年加工金属材料超 40 万吨.....	4
表 2：公司铜加工产能行业居前.....	4
表 3：铜板带材产能不断扩张.....	5
表 4：公司各类加工材用于广泛、优势明显.....	5
表 5：顶立科技主要产品为热工装备.....	7
表 6：公司热工装备产量稳步提升.....	7
表 7：参考可比公司选取 18 年 18 倍 PE 为公司的估值依据.....	9
表 8：公司合理股价应在在 7.79~10.39 元之间.....	9
表 9：楚江新材量价模型.....	10

1. “基础材料+新材料+新能源”的战略版图

公司创立于 1999 年，于 2007 年 9 月在深圳证交所上市，控股股东为安徽楚江投资集团有限公司，实际控制人为姜纯先生。公司是芜湖市最大的本土民营企业，现有员工近 5000 人。公司下设 11 个全资子公司，目前业务主要包括**基础材料加工和热工装备及新材料研发**两大板块。

图 1：公司实际控制人为姜纯

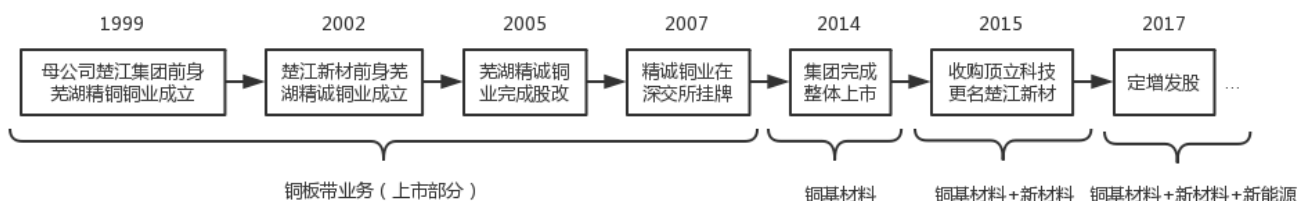


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司前身为精诚铜业，在上市之初上市部分仅为铜板带业务，2014 年通过资产重组注入其他铜加工业务，完成集团生产实体的整体上市。2015 年公司收购顶立科技，涉足热工装备及新材料领域，同时更名楚江新材，2017 年定增募投 1 万吨/年锂电负极材料产能，至此公司“**基础材料+新材料+新能源**”的战略版图初步呈现。

目前，公司已具备年产 15 万吨铜合金板带材、3 万吨铜合金线材、10 万吨导电铜杆、5 万吨精密焊管、16 万吨冷轧窄带钢和 100+ 台套高端热工装备的生产能力，其中**铜合金板带材和铜合金线材**位居行业规模第一位。

图 2：公司将逐渐形成“基础材料+新材料+新能源”的战略格局



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2. 铜基材料是公司的立业之本

2.1. 公司是铜加工行业的龙头企业

公司是国内铜加工行业的龙头，规模效应突出。公司目前拥有铜板带产能 15 万 t/a（芜湖本部 10 万 t/a+清远 5 万 t/a），居国内第一；拥有铜合金线材 3.5 万 t/a，居国内第一；另有导电铜杆产能 10 万 t/a、精密焊管产能 6 万 t/a 及冷轧带钢产能 16 万 t/a，合计年产金属加工材超 40 万吨，同时随着新增产能的兴建产能不断扩张，规模效应突出。

公司金属加工产品品类丰富，满足下游各行业需求。公司产品包括黄铜、紫铜、锡磷青铜三大系列各类牌号的板带产品、各类铜合金线材、铜杆及钢带、管材等，广泛应用于军工、造币、汽车、高铁、新能源、电力、五金、电子电器、服饰、家具等诸多领域。

表 1：公司年加工金属材料超 40 万吨

销量（万吨）	2014	2015	2016	2017E
金属材料加工	36.95	41.13	41.79	44.32
其中：铜板带	12.16	13.90	15.21	16.73
铜杆	6.66	7.57	7.01	7.36
铜棒线	2.81	3.13	3.43	3.60
钢带、管材	15.32	16.53	16.14	16.62

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：公司铜加工产能行业居前

	所属公司	应用领域	产能
铜板带	上市公司（芜湖）、清远楚江	军工、造币、节能、汽车、高铁、新能源	芜湖 10 万吨+清远 5 万吨
铜杆	安徽楚江高新电材有限公司	电力电缆	导电铜杆 10 万吨
铜棒线	芜湖楚江合金铜材有限公司	五金、电子电器、服饰、精密模具	铜合金线材 3.5 万吨
钢带、管材	安徽楚江特钢有限公司	工具五金、物流设备、电器、家具	6 万吨精密焊管+16 万吨冷轧带钢

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

2.2. 铜板带材：产能扩张与工艺改造齐头并进

现有品类覆盖完成，规模国内第一。公司的铜合金板带材产品主要包括黄铜、紫铜、锡磷青铜三大系列的各类牌号系列产品，产品覆盖高、中、低档，广泛应用于军工、造币、节能、汽车、高铁、新能源等主要行业，公司铜合金板带材产能居国内第一，被评为 2017 年中国铜板带材五强企业榜首。

主业继续做大做强，预计未来将再新增铜板带材产能 6.2 万吨，具体通过芜湖本部、清远楚江铜业的两个项目实现：

1. 铜合金板带产品升级、产能置换及智能化改造项目

项目总投资 8.73 亿元，其中以定增募集资金 7.70 亿元，项目实施主体为上市母公司（芜湖本部）。项目分两期建设，一期淘汰“一分厂”的 0.5 万 t/a 普通黄铜带产能，并新建 0.5 万 t/a 高精锡磷青铜带；二期淘汰“二分厂”的 1.5 万 t/a 普通黄铜带，并新建 3.5 万 t/a 高精度铜带。项目实施后，公司铜板带产能将再增 2 万 t/a，同时生产工艺升级，产品附加值提升，加工毛利有望再上行。

2. 清远楚江铜业年产 6 万吨高精密度铜合金压延带改扩建项目

项目总投资 6.72 亿元，实施主体为清远楚江铜业。项目分三期实施，一期新增 3 万 t/a 高精密度铜合金压延带；二、三期对现有的 1.8 万 t/a 新型铜合金带材生产线行改扩建，三期完工后全厂生产规模为 6 万 t/a 高精度铜合金压延带，共新增产能 4.2 万 t/a。

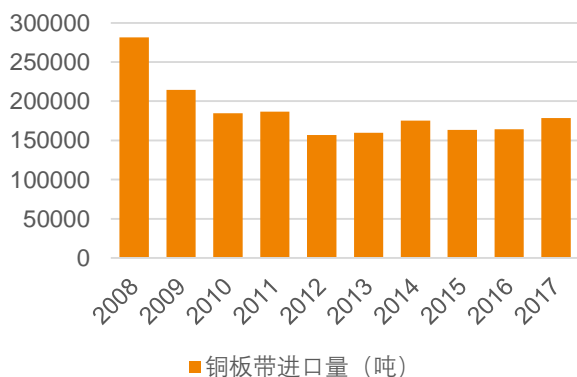
表 3：铜板带材产能不断扩张

生产实体		设计产能	实际产能	改扩建项目	改扩建产能
楚江新材芜湖本部	一分厂	1 万吨	10 万吨	铜合金板带产品升级、产能置换及智能化改造项目	2 万吨
	二分厂	3 万吨			
	三分厂	3 万吨			
清远楚江铜业	清远	1.8 万吨	5 万吨	清远楚江铜业年产 6 万吨高精密度铜合金压延带改扩建项目	4.2 万吨
	揭阳分部	1.8 万吨			
总计		10.6 万吨	15 万吨		6.2 万吨

资料来源：公司公告，项目环评报告，天风证券研究所

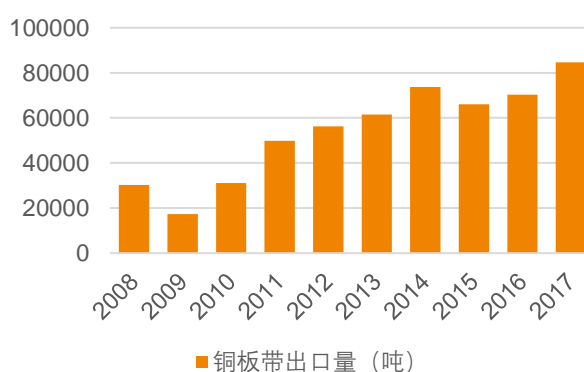
“内需增长+进口替代+出口增长”三重利好支撑铜板带需求。从内需看，在国家提出的战略性新兴产业中，电路、通信、控制、智能、高效、新材料等电子信息和新能源技术都会利用到铜板带材料，预计今后几年，我国在半导体等信息行业、太阳能发电等新能源产业、通信等高端制造业、交通运输等行业所需高精度铜板带材会快速增长。从贸易看，中国是铜加工材进口最多的国家，近年随着国内产品质量提升，进口量逐年下降，国内产品的进口替代效应显著；与此形成对比的是，中国铜板带出口量增长明显，随着中国制造的提升和一带一路的建设，预计未来几年中国铜板带的出口量将出现快速增长。

图 3：铜板带进口量逐年下降



资料来源：海关总署，天风证券研究所

图 4：铜板带出口量增速明显



资料来源：海关总署，天风证券研究所

2.3. 其他加工材行业优势明显

除了铜板带加工主业外，公司还拥有铜合金线材 3.5 万 t/a，导电铜杆产能 10 万 t/a、精密焊管产能 6 万 t/a 及冷轧带钢产能 16 万 t/a。这些产品用途广泛、规格齐全、质量稳定，具有较高的市场认可度和占有率，优势明显。

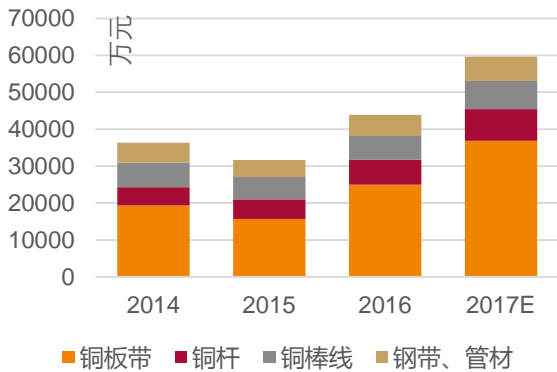
表 4：公司各类加工材用于广泛、优势明显

子公司	产品	用途	产品优势	
芜湖楚江合金铜材	扁线	拉链扁线	服装、箱包拉链	性能稳定、质量好
		插头扁线	电器插头	规格齐全、规模化、质量稳定
		拉链头壳料	服装、箱包拉链头	规格齐全、质量稳定、市场认可度高
	圆线	电子插针	电子接插件	性能稳定、质量领先、市占率国内第一
		镀铜拉丝线	电线电缆内芯、屏蔽线	镀铜延伸后能取代紫铜，具有良好的导电与信号屏蔽功能
	切割线	模具加工线切割	或安徽高新技术产品认证，填补省内空白，成本优势明显	
安徽楚江高新电材	铜杆	生产各类电线、电缆、铜扁线、电磁导体	可控制 0.1mm 细线，性能稳定、电阻优于国标、区域市场占有率第一	
安徽楚江特钢	冷轧窄带钢	各行业冲压件、结构件	品牌优势、性能优势、成本优势	
	高频焊管	各行业管材产品	品牌优势、生产成本低、性能优	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

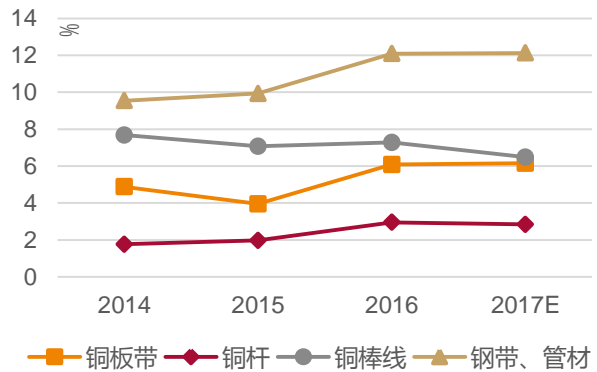
作为公司的立业之本，金属材料加工业务 2016 年贡献公司超八成毛利。其中，铜板带业务贡献毛利最多，占到公司总毛利的一般以上，其他加工材贡献公司约 3 成毛利。分品种看，加工材中除铜杆行业加工费低、毛利率普遍低下外，其他材料毛利率多在 6%以上，在行业内已是较高水平。

图 5：材料加工业务毛利超过半数来自铜板带



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：公司铜板带、铜棒线、钢带、管材毛利率较高



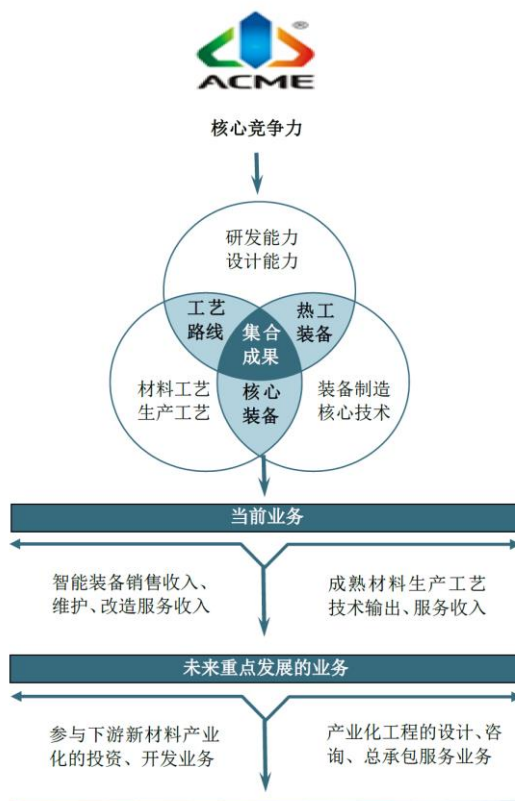
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 热工装备业务将成公司业绩的新增长点

3.1. 并购顶立科技涉足热工装备领域

公司 2015 年通过收购顶立科技进军高端热工装备制造领域。顶立科技是我国新型热工装备的龙头企业，是国内 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。2016 年共销售热工装备共 133 套，预计 17 年销量将达 160 套以上，产品毛利高达 50%以上。

图 7：公司主要业务是热工装备的制造，未来将涉足下游新材料行业



资料来源：公司公告，天风证券研究所

顶立科技主营业务的核心系基于新材料生产工艺与先进装备制造技术的有机结合，致力于新材料热工装备在军工领域的应用为发展方向。截至目前，公司已获得授权的专利共 79

项，并拥有一批非专利核心技术；先后多次承担国家、省部级重大专项研究，参与起草国家和行业标准，多次荣获国家、省部级科技进步奖。目前已经成为航天、航空和军工大客户的核心供应商。

公司目前主导的产品为超大型、超高温、全自动、智能化及特种高端热工装备，主要包括①碳及碳化硅纤维复合材料系列装备②粉末冶金系列装备及③高端真空热处理装备三类，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；客户主要集中于国家重点工程、航空航天、国防军工领域，国内销售打破了西方国家封锁和禁运装备的替代，国外销售主要至欧美、俄罗斯等国。

表 5：顶立科技主要产品为热工装备

产品分类	产品种类
碳纤维复合材料热工装备	碳纤维预氧化炉、碳纤维碳化炉、碳/碳材料碳化炉、碳/碳材料化学气相沉积/化学气相浸渍(CVD/CVI)炉、碳化硅材料/化学气相沉积/化学气相浸渍(CVD/CVI)炉、高温电阻热石墨化炉、高温感应加热石墨化炉等
粉末冶金热工装备	新型真空脱脂烧结一体炉、带式炉系列产品、推板窑系列产品
真空热处理装备	真空气冷油淬炉、真空气淬炉、高压真空气淬炉、真空退火炉、真空回火炉、真空渗碳炉、真空水淬炉、高真空高钎焊炉、高真空铝钎焊炉等

资料来源：公司公告，天风证券研究所

顶立科技产品依据客户订单需求进行生产加工，为非标准化定制类产品，产能无法准确计算。近年公司热工装备产销量稳步提升，预计 2017 年将达 160 台套以上。

表 6：公司热工装备产量稳步提升

单位：台套	2013	2014	2015	2016	2017E
热工装备产量	100	92	约 110	133	160
热工装备销量	91	116	约 110	133	160
产销率	91.0%	126.1%	-	100%	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2016 年，公司定增募资 3.28 亿元投入“智能热工装备及特种复合材料产业化项目”，项目总投资 3.69 亿元，项目建成后，公司热工装备产销量有望继续提升，同时将涉足**高性能复合材料、金属基 3D 打印材料和制品等新材料**领域。项目达产后，将每年新增营收 4.5 亿元，利润总额 1.14 亿元。

3.2. 打破外资垄断，盈利能力居高

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。热加工技术是材料制备及制造行业的基础工艺行业，是提升国家制造整体水平的关键性行业之一。

根据国家统计局和热处理行业协会统计数据，全国热处理相关设备制造企业约 1,200 家，2012 年工业总产值 66.6 亿元，规模以上企业仅 112 家，年收入 1 亿元以上企业仅 11 家左右，行业规模集中度不高。高端热处理设备市场主要由外商独资和合资企业占据，约占市场规模的 1/3。

目前，外商独资和合资企业的研发主要在国外，最先进的热工装备仍在海外制造，国内高端热工装备研发投入不足，下游行业如航天航空、军工、核能、船舶、精密机床、轨道交通、汽车等行业的大量核心精密零部件仍依赖进口，并在航天航空、军工等高精尖领域遭遇欧美发达国家的**技术封锁和禁运**，国内现有高档热处理设备自给率不足 40%。

针对国内发展的困境，顶立科技研制开发的超大型、超高温、全自动、智能化碳纤维热工装备产品，打破了西方国家的封锁和禁运。开发的碳纤维连续式氧化炉、碳化炉经过用户检验和使用，均温性达到 $\pm 1.5^{\circ}\text{C}$ ，达到了国际先进的水平；**系列大型真空碳化炉、超大型（30m³ 以上）真空化学气相沉积炉、2600C°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 以上超大型碳纤维复合热工装备的

唯一供应商。

图 8：公司部分国内唯一供应的产品



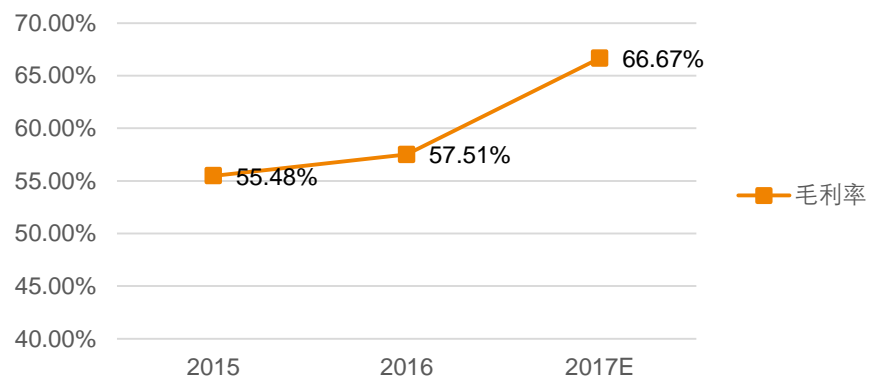
真空石墨化炉（碳材料）

真空碳化炉（碳材料）

资料来源：公司公告，天风证券研究所

综合热工装备行业的现状，行业壁垒较高，国内规模集中度不足，中小生产商研发能力低，难以进入高端热工装备供应链中，而国外先进设备被禁运，公司作为国内高端热工装备的龙头企业，部分产品实现了国内唯一供应，以上因素共同支撑公司热工装备毛利率维持高位，达 55%以上，预计将随着公司的技术进步而继续提升。

图 9：公司热工装备业务毛利率居高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 发挥技术优势，募投石墨负极产能进军新能源

2016 年公司拟投资 3 亿元用于“年产 1 万吨高性能锂电池负极材料生产线建设项目”，其中使用定增募集资金投入 2.55 亿元。项目达产后预计将为公司新增年销售收入 5.38 亿元，利润总额 7088.57 万元。项目符合公司“基础材料+新材料+新能源”的战略布局。

公司募投的负极材料主要应用于新能源汽车用锂电池中。受益近几年新能源汽车的蓬勃发展，负极材料的需求持续向好。据 GGII 调研显示，2017 年中国锂电池市场同比增长 27%，达 80.5GWh，带动中国锂电池负极材料市场产量同比增长 23.7%，达 14.6 万吨。

石墨化产能不足是支撑负极材料价格的重要原因。制备人造石墨需要经过“破碎、造粒、石墨化、筛分”四个大工序和十余个小工序，其中造粒和石墨化两个环节都有很高的技术壁垒。囿于技术、资金投入、环保成本等因素，2017 年以前，国内负极材料企业大部分选择代工。目前，虽有一些负极企业抛弃委外代工，加大自主石墨化生产产能布局，但整体上石墨化产能仍然不足。据 GGII，目前石墨化加工费维持在 2.2 万元/吨-2.6 万元/吨。

石墨化技术先行一步，技术优势带来更低成本。顶立科技拥有成熟的高温石墨化设备制造工艺，通过“自给”方式提供石墨化设备，有利于降低负极材料的生产成本，在负极行业内获取更强的竞争优势，据 GGII，石墨化“自营”厂商单吨毛利将比选择代工的厂商高 5000 元以上。

5. 股权激励彰显公司信心

公司 2018 年 2 月 13 日公告,拟回购公司股份以实施股权激励,回购金额不低于 1.5 亿元。近年来,随着公司在基础材料和新材料领域发展战略的明确,公司在铜板带、导体材料、热工装备、航天航空和新材料领域的竞争优势和盈利能力持续增强。此次回购显示了公司强化管理、提升业绩的信心。

6. 盈利预测与投资建议

考虑公司现同时具备铜加工(约占毛利 80%以上)、热处理装备制造(约占毛利 10%以上)产能,选取热处理装备行业可比公司金财互联、海陆重工及*ST 一重,三者 18 年 PE 均值为 39.2 倍;选取铜加工行业可比公司博威合金、海亮股份及铜陵有色,三者 18 年 PE 均值为 18.15 倍。选取热处理行业 30~40 倍、铜加工行业 15~20 倍作为公司的估值依据。

表 7: 参考可比公司选取 18 年 18 倍 PE 为公司的估值依据

		2017E	2018E	2019E
热处理行业	金财互联	53.85	35.39	25.80
	海陆重工	39.63	27.91	25.68
	*ST 一重	290.16	54.29	23.43
	平均	127.88	39.20	24.97
铜加工行业	博威合金	22.84	17.29	13.64
	海亮股份	20.56	15.80	12.29
	铜陵有色	50.36	21.36	18.74
	平均	31.26	18.15	14.89

资料来源: Wind 一致预期, 天风证券研究所

股价催化因素: 公司 PE 低于铜加工行业可比公司, 大幅低于热处理设备行业可比公司; 公司装备制造、负极材料业务业绩有望超预期。

与市场的预期差: 我们认为公司应作为铜加工+热处理设备双主业公司进行估值, 目前的估值水平偏低。

基础材料+热工设备继续成长, 新能源有望成为未来新增长点, 公司未来业绩有望持续提升, 给予“增持”评级。 我们测算公司 2017-2019 年归母净利分别为 3.62 亿元、4.50 亿元和 5.86 亿元, EPS 分别为 0.34、0.42 和 0.55 元/股, 对应现价 PE 分别 20.4 倍、16.4 倍和 12.6 倍, 低于铜加工行业估值水平, 大幅低于热处理设备行业估值水平。考虑公司是国内铜基材料加工的龙头企业, 同时新材料、新能源有望成为公司的业绩新增长点, 公司的业绩增长长期可期, 公司合理目标价区间 7.79~10.39 元, 对应 PE18.5~24.7 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 8: 公司合理股价应在在 7.79~10.39 元之间

	2018E 毛利	2018E EPS	对应 PE 区间	对应股价区间(元)
热处理业务	20600.00	0.10	30~40	2.98~3.98
铜加工业务	66394.14	0.32	15~20	4.81~6.41
合计	86994.14	0.42		7.79~10.39

资料来源: 天风证券研究所

7. 风险提示

加工费下跌, 产品放量不及预期, 下游需求不及预期

附录：量价模型

表 9：楚江新材量价模型

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
金属材料加工	(增长驱动因素&关键假设：产能置换提升后铜板带业务产销规模提升、毛利增长)					
金属材料加工量(吨)	369,500.29	411,194.00	417,902.00	443172	470371.26	499667.29
吨均售价(元/吨)	22,184.63	19,400.06	18,553.79	24,385.92	26,489.78	26,933.84
吨均成本(元/吨)	21,201.30	18,629.92	17,503.21	23,035.35	25,078.26	25,499.02
吨均毛利(元/吨)	983.33	770.14	1,050.58	1,350.57	1,411.53	1,434.82
收入(万元)	819,722.78	797,718.93	775,366.78	1,080,715.78	1,246,003.33	1,345,795.80
成本(万元)	783,388.70	766,051.08	731,462.78	1,020,862.15	1,179,609.19	1,274,102.47
毛利(万元)	36,334.08	31,667.85	43,904.00	59,853.63	66,394.14	71,693.33
毛利率(%)	4.43%	3.97%	5.66%	5.54%	5.33%	5.33%
装备制造	(增长驱动因素&关键假设：定增项目完成后公司装备制造产能提升、产品种类丰富、毛利提升)					
销量(套)		18	133	170		
平均售价(万元/套)		129.82	112.71	120.00		
平均成本(万元/套)		57.80	47.90	40.00		
平均毛利(万元/套)		72.02	64.82	80.00		
收入(万元)		2336.75	14991.08	20400.00	40400.00	55400.00
成本(万元)		1040.34	6370.11	6800.00	19800.00	27300.00
毛利(万元)		1296.41	8620.97	13600.00	20600.00	28100.00
毛利率(%)		55.48%	57.51%	66.67%	50.99%	50.72%
负极材料	(增长驱动因素&关键假设：负极产能 19 年开始放量)					
收入(万元)						53800
成本(万元)						45730
毛利(万元)						8070
毛利率(%)						15%
其他业务						
收入	2540.24	1064.16	1488.64	1697.68	1697.68	1697.68
成本	2259.72	858	1326.5	1463.92	1463.92	1463.92
毛利	280.53	206.16	162.14	233.76	233.76	233.76
毛利率(%)	11.04%	19.37%	10.89%	13.77%	13.77%	13.77%
总计						
收入	822,263.02	801,119.84	791,846.50	1,102,813.46	1,288,101.01	1,456,693.48
YOY		-2.57%	-1.16%	39.27%	16.80%	13.09%
成本	785,648.42	767,949.42	739,159.39	1,029,126.07	1,200,873.11	1,348,596.39
毛利	36,614.60	33,170.42	52,687.11	73,687.39	87,227.90	108,097.09
毛利率(%)	4.45%	4.14%	6.65%	6.68%	6.77%	7.42%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	474.06	1,554.81	1,903.82	2,682.40	2,805.56
应收账款	379.84	490.84	473.99	44.63	541.87
预付账款	59.40	77.11	65.44	111.05	100.31
存货	435.39	711.64	631.76	1,028.63	752.63
其他	269.67	266.00	303.03	283.93	361.10
流动资产合计	1,618.36	3,100.38	3,378.04	4,150.65	4,561.47
长期股权投资	14.01	12.88	12.88	12.88	12.88
固定资产	628.18	606.10	638.39	650.86	637.45
在建工程	5.72	4.17	38.50	71.10	72.66
无形资产	201.29	227.57	220.38	213.18	205.98
其他	369.49	383.67	503.43	455.13	426.51
非流动资产合计	1,218.69	1,234.40	1,413.57	1,403.15	1,355.49
资产总计	2,837.05	4,334.78	4,791.62	5,553.81	5,916.96
短期借款	610.00	734.00	300.00	700.00	700.00
应付账款	220.39	187.10	214.57	326.61	299.24
其他	226.58	172.58	286.58	235.27	280.77
流动负债合计	1,056.96	1,093.69	801.14	1,261.89	1,280.01
长期借款	30.00	14.35	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	40.09	46.48	38.39	41.65	42.18
非流动负债合计	70.09	60.83	38.39	41.65	42.18
负债合计	1,127.05	1,154.52	839.54	1,303.54	1,322.19
少数股东权益	47.50	0.00	5.23	11.97	20.70
股本	444.71	534.60	1,069.21	1,069.21	1,069.21
资本公积	879.17	2,128.54	2,128.54	2,128.54	2,128.54
留存收益	1,217.78	2,645.66	2,877.64	3,169.09	3,504.86
其他	(879.17)	(2,128.54)	(2,128.54)	(2,128.54)	(2,128.54)
股东权益合计	1,710.00	3,180.26	3,952.08	4,250.27	4,594.77
负债和股东权益总	2,837.05	4,334.78	4,791.62	5,553.81	5,916.96

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	75.88	190.33	361.86	449.71	586.12
折旧摊销	79.70	61.03	80.58	90.12	97.85
财务费用	30.17	18.26	13.03	10.03	15.77
投资损失	1.49	0.73	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	30.90	(354.10)	142.59	100.60	(268.61)
其它	153.06	(10.25)	4.25	7.43	8.96
经营活动现金流	371.20	(94.01)	602.30	657.88	440.09
资本支出	534.52	56.12	268.09	76.74	49.48
长期投资	14.01	(1.13)	0.00	0.00	0.00
其他	(703.12)	(261.55)	(525.56)	(157.90)	(99.55)
投资活动现金流	(154.59)	(206.56)	(257.47)	(81.16)	(50.07)
债权融资	673.00	748.35	360.52	731.17	730.56
股权融资	486.64	1,316.99	522.18	(9.83)	(15.51)
其他	(1,236.94)	(658.00)	(878.50)	(519.49)	(981.92)
筹资活动现金流	(77.31)	1,407.34	4.19	201.86	(266.86)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	139.31	1,106.77	349.02	778.58	123.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,011.22	7,918.47	11,028.14	12,881.01	14,566.94
营业成本	7,679.50	7,391.60	10,291.26	12,008.73	13,485.97
营业税金及附加	13.00	39.10	55.14	64.41	72.83
营业费用	90.78	107.34	104.77	115.93	131.10
管理费用	143.42	147.39	137.85	154.57	167.52
财务费用	28.72	22.27	13.03	10.03	15.77
资产减值损失	0.01	14.68	7.07	7.25	9.67
公允价值变动收益	0.80	0.67	(1.26)	0.58	0.03
投资净收益	(1.49)	(0.73)	0.00	0.00	0.00
其他	1.37	0.12	2.53	(1.16)	(0.07)
营业利润	55.12	196.04	417.75	520.67	684.11
营业外收入	41.00	38.59	20.00	20.00	20.00
营业外支出	2.06	5.64	2.95	3.55	4.05
利润总额	94.05	228.99	434.80	537.12	700.06
所得税	18.17	38.66	67.44	80.57	105.01
净利润	75.88	190.33	367.37	456.56	595.05
少数股东损益	5.43	2.93	5.51	6.85	8.93
归属于母公司净利润	70.45	187.40	361.86	449.71	586.12
每股收益(元)	0.07	0.18	0.34	0.42	0.55

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-2.57%	-1.16%	39.27%	16.80%	13.09%
营业利润	-14.66%	255.68%	113.10%	24.64%	31.39%
归属于母公司净利润	34.45%	166.01%	93.09%	24.28%	30.33%
获利能力					
毛利率	4.14%	6.65%	6.68%	6.77%	7.42%
净利率	0.88%	2.37%	3.28%	3.49%	4.02%
ROE	4.24%	5.89%	9.17%	10.61%	12.81%
ROIC	4.38%	9.64%	15.61%	19.05%	26.35%
偿债能力					
资产负债率	39.73%	26.63%	17.52%	23.47%	22.35%
净负债率	-3.52%	-0.63%	-29.06%	-33.52%	-45.92%
流动比率	1.53	2.83	4.22	3.29	3.56
速动比率	1.12	2.18	3.43	2.47	2.98
营运能力					
应收账款周转率	22.22	18.19	22.86	49.67	49.67
存货周转率	16.16	13.81	16.42	15.52	16.36
总资产周转率	3.24	2.21	2.42	2.49	2.54
每股指标(元)					
每股收益	0.07	0.18	0.34	0.42	0.55
每股经营现金流	0.35	-0.09	0.56	0.62	0.41
每股净资产	1.55	2.97	3.69	3.96	4.28
估值比率					
市盈率	104.87	39.42	20.42	16.43	12.61
市净率	4.44	2.32	1.87	1.74	1.62
EV/EBITDA	66.55	27.30	11.36	8.71	6.63
EV/EBIT	129.82	34.93	13.49	10.19	7.56

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com