

铜基材料、高端热加工设备双主促业绩增长

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年半年报, 上半年实现营业收入 64.4 亿元, 同比增长 31.11%; 实现归母净利润 2.13 亿元, 同比增长 23.54%。
- **量价齐升, 高端产品占比提升。** 公司上半年业绩大幅增长: (1) 上半年公司金属基础材料和高端装备制造产销量规模持续增长。其中, 铜导体材料销量涨幅最大, 同比增长 36.47%, 销售收入同比增长 54.56%。(2) 上半年铜、钢铁价格分别同比上涨 11.8%、15.4%。铜基、铜基材料价格上升推动营业收入增长。(3) 公司高端产品占比提升, 产品均价提高。上半年高端装备的销量同比增加 11.11%, 毛利率高达 50.51%。
- **铜基材料高端转型, 公司加大研发投入。** 2018 年上半年, 公司加强产品高端转型力度, 研发投入同比增加 58.88%。铜基类产品高精度铜合金板、铜导体材料、精密铜合金线材等产品总销量同比增加 17%, 销售收入同比增加 32.7%。此外, 为进一步发展先进铜基材料业务板块, 公司于 5 月收购鑫海铜业 22.22% 股权, 有望持续增厚公司业绩。
- **热工装备领先, 军工业业务有望带动公司整体业绩。** 2018 年上半年, 顶立科技实现营业利润 3340.49 万元, 同比增长 13.37%, 占公司总营业利润约 13%。公司全资子公司顶立科技在国内高端热工装备领域具有领先地位, 是国内唯一具有碳及碳化硅复合材料、高端真空热处理、粉末冶金三大系列热工装备且均保持领先的高端热工装备企业。随着下游碳纤维、半导体等行业快速发展将加速放量, 顶立科技业绩有望进一步提升, 进而带动公司整体业绩提升。
- **盈利预测与评级。** 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.42 元、0.53 元、0.63 元, 对应 PE 分别为 16 倍、13 倍和 11 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 铜基材料价格或大幅波动, 在建项目进度不及预期的风险、外延并购进展或不及预期的风险。

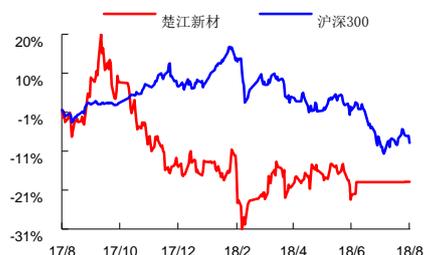
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11044.03	13233.11	16142.10	17755.06
增长率	39.47%	19.82%	21.98%	9.99%
归属母公司净利润(百万元)	360.63	447.07	569.04	674.66
增长率	92.44%	23.97%	27.28%	18.56%
每股收益 EPS(元)	0.34	0.42	0.53	0.63
净资产收益率 ROE	10.50%	11.74%	13.27%	13.91%
PE	20	16	13	11
PB	2.08	1.88	1.67	1.47

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘岗
执业证号: S1250517100001
电话: 010-57631191
邮箱: lg@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)	10.69
流通 A 股(亿股)	10.28
52 周内股价区间(元)	5.76-19.95
总市值(亿元)	71.42
总资产(亿元)	49.32
每股净资产(元)	3.27

相关研究

1 公司概况：基础材料高端转型和高端装备制造及军工新材料双轮驱动

安徽楚江科技新材料股份有限公司创立于 1999 年，2007 年 9 月在深交所挂牌上市，位于安徽省芜湖市。2014 年，安徽楚江投资集团注入持有的芜湖楚江合金铜材有限公司 100% 的股权、芜湖楚江物流有限公司 100% 的股权、安徽森海高新电材有限公司 100% 的股权、芜湖双源管业有限公司 70% 的股权，完成整体上市。2015 年，公司更名为“安徽楚江科技新材料股份有限公司”并收购湖南顶立科技有限公司，形成金属基础材料、高端装备和新材料双轮驱动，以国防军工、高端设备、电子信息为主要发展方向，逐步进行战略转型升级。

表 1：公司子公司情况

序号	子公司名称	控股比例	
		直接控股	间接控股
1	清远楚江铜业有限公司	100	-
2	芜湖楚江合金铜材有限公司	100	-
3	安徽楚江特钢有限公司	100	-
4	安徽楚江精密带钢有限公司	-	100
5	安徽楚江高新电材有限公司	100	-
6	芜湖楚江物流有限公司	100	-
7	南陵楚江物流有限公司	-	100
8	精诚铜业(香港)有限公司	100	-
9	安徽楚江再生资源有限公司	100	-
10	宣城精诚再生资源有限公司	-	100
11	湖南顶立科技有限公司	100	-
12	北京中天顺捷工业炉设备维修服务有限公司	-	100
13	湖南楚江新材料有限公司	88	12

数据来源：公司 2018 年中报，西南证券整理

铜基材料方面，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。产品广泛应用于电力电子、五金电器、汽车、机械、LED 和轨道交通等行业。公司是国内重要先进铜基材料研发和制造基地、安徽省循环经济示范企业，根据 2017 年中国有色金属加工工业协会综合排名，公司位于 2017 年(第三届)中国铜板带材“十强企业”第一名。根据中国有色金属加工工业协会提供的数据显示，目前国内铜板带企业近 100 家，产量共计 174.5 万吨，前 10 家规模以上企业产量约 73.1 万吨，占全国总产量的 41.89%，行业集中度较低，行业进一步整合的空间较大。公司 2017 年实现高精度铜合金板带材产量 16.84 万吨，占国内市场份额的 9.65%，稳居全国第一位，与第二位差距进一步拉大，并进入全球前三位。

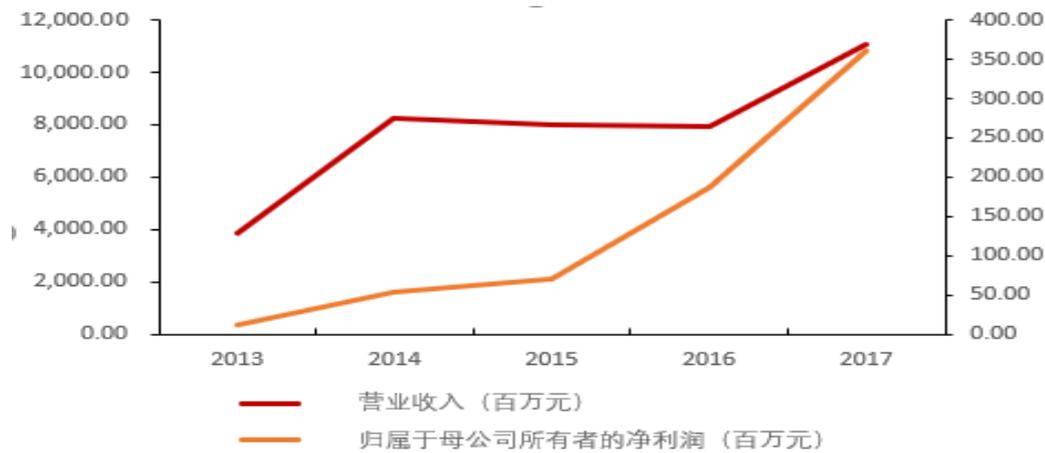
高端热装备方面，公司致力于超大型、超高温、全自动、智能化及特种高端热工装备的研发制造，重点面向各类碳基复合材料、碳纤维复合材料、高温复合材料、陶瓷基复合材料、高端真空热处理、粉末冶金以及第三代半导体碳化硅等新材料的研发和制造，为客户提供全方位的热处理技术解决方案。产品广泛应用于航空航天、军工、汽车、船舶、轨道交通、新能源、家电、电子信息等领域。根据国家统计局和热处理行业协会统计数据，全国热处

理相关设备制造企业约 1,200 家，规模以上企业（年收入 2,000 万元以上）有 100 余家，年收入 1 亿元以上的较大规模设备制造企业约 10 家左右，企业规模集中度低。目前，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，科研院所以及国有转制企业、民营规模企业在中档热处理设备市场具有优势，而其他大量小规模企业在低端传统热处理设备市场寻找生存空间。公司全资子公司顶立科技是国内为数不多进入高端市场、实现进口替代的企业之一，销售规模、技术水平、盈利能力均处于行业领先地位。

2 公司经营情况：铜基主力，高端装备逐渐发力

公司整体经营情况良好，近几年来，营业收入与归母净利润稳步增长。2018 年上半年营收与归母净利润分别同比增长 31.11%、23.54%，预计 2018 年全年业绩继续保持增长。

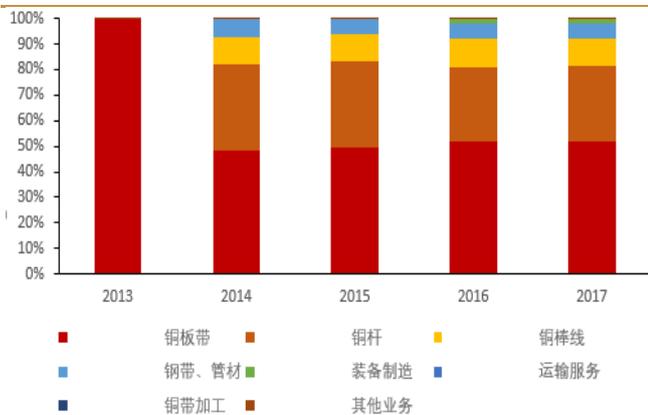
图 1：2013-2017 公司整体经营业绩



数据来源：Wind, 西南证券整理

公司主营产品收入占比最大的是铜基材料，2013-2017 年，铜基材料营收占总营收的比例均超过 90%，但有下降的趋势。与此同时，高端装备制造的收入占比逐渐上升，虽然目前高端装备收入占比较小，但其毛利率很高，超过 50%。随着公司在军工领域的投入不断增多，高端装备在公司业务的占比预期会逐渐提高。

图 2：公司各项业务占比情况



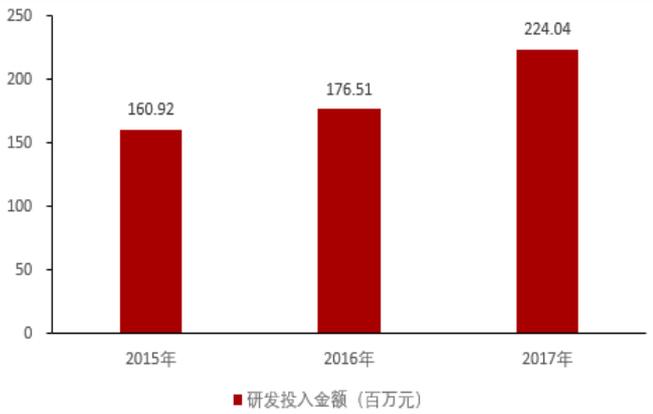
数据来源：WIND, 西南证券整理

图 3：铜基材料与高端装备占比情况



数据来源：WIND, 西南证券整理

公司定位高端产品市场，近几年来研发投入不断增加。2018 年上半年公司研发投入同比增长 58.88%。公司研发投入的增加效果显著，公司高附加值产品比重增加，公司产品毛利率整体提升。

图 4：2015-2017 公司研发投入


数据来源：WIND，西南证券整理

图 5：公司 2013-2017 年毛利率


数据来源：WIND，西南证券整理

3 上半年业绩分析：铜基材料、高端热加工设备促业绩增长

公司上半年归母净利润大幅增长，主要原因有以下几个方面：

(1) 上半年公司金属基础材料和高端装备制造产销量规模持续增长。其中，铜导体材料销量涨幅最大，同比增长 36.47%，销售收入同比增长 54.56%。此外，铜基、钢基材料价格的上升也是业绩增长的原因之一。

表 2：2018 年上半年分产品销量情况

	2018 上半年各产品销量 (万吨)	同比增长
高精度铜合金板带	8.73	10.97%
铜导体材料	4.71	36.47%
精密铜合金线材	1.84	5.36%
特种钢	7.98	0.25%
	2018 上半年各产品销量 (台)	同比增长
高端装备制造	70 台	11.11%

数据来源：公司 2018 年中报，西南证券整理

(2) 公司高端产品占比提升，提高产品附加值，产品均价提高。上半年高端装备的销量同比增加 11.11%，毛利率高达 50.51%。预期随着公司加大对高端装备的研发投入，高端装备在公司业务的占比会进一步提高。

4 盈利预测

关键假设:

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。高端热装备方面，公司致力于超大型、超高温、全自动、智能化及特种高端热工装备的研发制造。

假设 1: 顶立科技 2018-2020 年完成承诺业绩, 给公司带来净利润分别为 6448.25 万元、6789.56 万元、6789.56 万元。

假设 2: 公司“铜合金板带产品升级、产能置换及智能化改造项目”边实施边建设, 预计 2019 年完全达产, 完全达产后给铜板带产品预计带来 12 亿新增收入。因此预计 2018-2020 年铜板带产品增速分别为 20%、30%、10%。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 3: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
高精度铜合金板	收入	5732.6	6879.2	8942.9	9837.2
	增速	39.6%	20.0%	30.0%	10.0%
	毛利率	6.4%	8.0%	8.0%	8.5%
铜导体材料产品	收入	3252.6	4228.4	4862.7	5349.0
	增速	41.9%	30.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	1.0%	2.5%	3.0%	3.5%
精密铜合金线材产品	收入	1,170.53	1346.1	1480.7	1628.8
	增速	0.34	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	5.9%	7.0%	7.5%	8.0%
特种钢产品	收入	677.0	550.1	605.1	665.6
	增速	41.5%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	11.3%	11.0%	11.0%	11.0%
高端装备制造	收入	203.7	224.1	246.5	271.2
	增速	35.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	52.27	55.0%	57.0%	59.0%
其他业务	收入	7.5	5.2	4.2	3.3
	增速	-50.0%	-30.0%	-20.0%	-20.0%
	毛利率	22.6%	23.0%	23.0%	23.0%
合计	收入	11044.0	13233.1	16142.1	17755.1
	增速	39.5%	19.8%	22.0%	10.0%
	毛利率	5.9%	7.1%	7.3%	7.8%

数据来源: Wind, 西南证券

根据以上说明和假设,我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 132.3 亿元、161.4 亿元和 177.6 亿元,归母净利润分别为 4.47 亿元、5.69 亿元和 6.74 亿元, EPS 分别为 0.42 元、0.53 元和 0.63 元,对应 PE 分别为 16 倍、13 倍和 11 倍。首次覆盖,给予“增持”评级。

表 4: 可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
601137.SH	博威合金	8.12	0.68	0.84	1.03	11.96	9.62	7.92
002203.SZ	海亮股份	8.52	0.57	0.69	0.83	13.67	11.18	9.33
600490.SH	鹏欣资源	8.67	0.28	0.42	0.52	31.22	20.56	16.65
000630.SZ	铜陵有色	2.2	0.10	0.12	0.14	21.98	18.28	15.35
平均值						19.71	14.91	12.31
002171.SZ	楚江新材	6.68	0.42	0.53	0.63	15.98	12.55	10.59

数据来源: Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	11044.03	13233.11	16142.10	17755.06	净利润	360.63	447.07	569.04	674.66
营业成本	10393.71	12297.87	14961.70	16367.41	折旧与摊销	59.04	76.13	76.13	76.13
营业税金及附加	63.09	63.16	82.54	122.51	财务费用	-19.26	34.80	49.81	52.22
销售费用	124.47	138.95	169.49	186.43	资产减值损失	11.42	4.00	4.00	4.00
管理费用	165.51	224.96	242.13	266.33	经营营运资本变动	-1097.67	-429.92	-605.60	-318.06
财务费用	-19.26	34.80	49.81	52.22	其他	809.41	-11.44	-11.57	-14.21
资产减值损失	11.42	4.00	4.00	4.00	经营活动现金流净额	123.56	120.64	81.81	474.74
投资收益	-11.37	8.40	9.00	11.00	资本支出	-89.61	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-2.67	-0.98	-1.00	-1.00	其他	-804.61	7.42	8.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-894.22	7.42	8.00	10.00
营业利润	435.08	476.80	640.43	766.17	短期借款	56.00	609.88	340.31	-157.42
其他非经营损益	1.49	55.42	37.00	37.00	长期借款	-14.35	0.00	0.00	0.00
利润总额	436.57	532.22	677.43	803.17	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	75.94	85.16	108.39	128.51	支付股利	-106.92	-72.13	-89.41	-113.81
净利润	360.63	447.07	569.04	674.66	其他	-23.25	-34.80	-49.81	-52.22
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-88.52	502.96	201.09	-323.45
归属母公司股东净利润	360.63	447.07	569.04	674.66	现金流量净额	-860.39	631.02	290.90	161.30
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	692.29	1323.31	1614.21	1775.51	成长能力				
应收和预付款项	921.41	1098.11	1357.48	1478.85	销售收入增长率	39.47%	19.82%	21.98%	9.99%
存货	919.11	1088.68	1325.45	1450.83	营业利润增长率	121.94%	9.59%	34.32%	19.63%
其他流动资产	904.69	1081.19	1315.74	1445.79	净利润增长率	89.48%	23.97%	27.28%	18.56%
长期股权投资	11.97	11.97	11.97	11.97	EBITDA 增长率	70.00%	23.77%	30.39%	16.72%
投资性房地产	2.85	2.85	2.85	2.85	获利能力				
固定资产和在建工程	670.84	618.60	566.37	514.14	毛利率	5.89%	7.07%	7.31%	7.82%
无形资产和开发支出	577.08	553.19	529.31	505.42	三费率	2.45%	3.01%	2.86%	2.84%
其他非流动资产	34.18	34.17	34.16	34.14	净利率	3.27%	3.38%	3.53%	3.80%
资产总计	4734.43	5812.09	6757.53	7219.50	ROE	10.50%	11.74%	13.27%	13.91%
短期借款	790.00	1399.88	1740.19	1582.77	ROA	7.62%	7.69%	8.42%	9.34%
应付和预收款项	426.08	514.06	632.76	687.70	ROIC	8.94%	8.84%	10.44%	11.15%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.30%	4.44%	4.75%	5.04%
其他负债	84.38	89.24	96.05	99.64	营运能力				
负债合计	1300.46	2003.18	2468.99	2370.11	总资产周转率	2.44	2.51	2.57	2.54
股本	1069.21	1069.21	1069.21	1069.21	固定资产周转率	17.66	21.41	28.52	34.56
资本公积	1593.94	1593.94	1593.94	1593.94	应收账款周转率	22.13	21.60	21.56	20.49
留存收益	770.82	1145.76	1625.39	2186.24	存货周转率	12.63	12.17	12.33	11.73
归属母公司股东权益	3433.97	3808.91	4288.54	4849.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.93%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3433.97	3808.91	4288.54	4849.39	资产负债率	27.47%	34.47%	36.54%	32.83%
负债和股东权益合计	4734.43	5812.09	6757.53	7219.50	带息债务/总负债	60.75%	69.88%	70.48%	66.78%
					流动比率	2.77	2.36	2.33	2.66
					速动比率	2.03	1.80	1.78	2.03
					股利支付率	29.65%	16.13%	15.71%	16.87%
					每股指标				
					每股收益	0.34	0.42	0.53	0.63
					每股净资产	3.21	3.56	4.01	4.54
					每股经营现金	0.12	0.11	0.08	0.44
					每股股利	0.10	0.07	0.08	0.11
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	474.86	587.73	766.37	894.52					
PE	19.81	15.98	12.55	10.59					
PB	2.08	1.88	1.67	1.47					
PS	0.65	0.54	0.44	0.40					
EV/EBITDA	15.13	12.19	9.41	7.71					
股息率	1.50%	1.01%	1.25%	1.59%					

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
	增持：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 指数涨幅在-10%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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn