

热工装备延续高增长，铜加工业务短期承压

核心观点

事件：公司发布 2024 年半年报。24 H1 公司实现营收 248.19 亿元（+15.06%），归母净利润 1.69 亿元（-20.93%）。24Q2 实现营收 140.23 亿元（+16.94%），归母净利润 0.66 亿元（-44.30%）。

- 公司营收保持增长，毛利率略有下降。**24H1 公司实现营收 248.19 亿元（+15.06%），毛利率 3.40%（-0.34pct）。分产品看：**1）**铜基材料营收 238.06 亿元（+15.17%），毛利率 2.39%（-0.48pct）。**2）**钢基材料营收 3.48 亿元（+1.55%），毛利率 3.90%（+2.59pct）。**3）**高端装备及复合材料营收 6.65 亿元（+19.25%），毛利率 39.26%（+1.89pct）。其中子公司天鸟高新实现营收 3.21 亿元（+0.68%）；子公司顶立科技实现营收 3.22 亿元（+36.51%），主要是因为随着军品产能扩充和民品需求增加，订单充足。
- 受上半年铜价大幅波动影响，公司利润端短期承压。**24 H1 公司实现归母净利润 1.69 亿元（-20.93%），净利率 0.80%（-0.30 pct）。其中因为上半年铜价同比上涨，下游需求受到压制，行业竞争加剧，子公司楚江高精铜带净利润 358.87 万（-86.79%），楚江电材净利润 262.61 万（-85.64%），对公司归母净利润影响较大。公司费用端有所改善，24H1 公司期间费用率 3.39%，同比下降 0.18pct。
- 铜带加工龙头，积极推动产能提升和产业链的延伸。**公司先进铜基材料板块的产能利用率一直保持在 100%的水平，制造成本优势明显，综合性价比行业领先。同时公司积极围绕项目建设，提升产能和延伸产业链。“年产 30 万吨绿色智能制造高精高导铜基材料项目（一期）”产能逐步有序释放，子公司安徽鑫海营收和利润实现大幅增长。“年产 5 万吨高精铜合金带箔材项目”、“年产 6 万吨高精密度铜合金压延带改扩建项目（二、三期）”和“年产 2 万吨高精精密铜合金线材项目”预计 2024 年 12 月达到预定可使用状态，后续产能逐渐释放，有利于增厚公司业绩。

盈利预测与投资建议

- 根据 24 年中报收入、毛利率、费用率变动，调整 24-25 年 eps 为 0.46、0.55 元（原为 0.55、0.66 元），新增 26 年 eps 预测为 0.66 元。参考 24 年可比公司平均估值，采用分部估值法对应目标价 7.56 元，维持买入评级。

风险提示

铜价大幅波动对加工费的影响；产能释放不及预期；回款不利导致的信用减值风险

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	40,596	46,311	52,292	55,576	59,108
同比增长(%)	8.7%	14.1%	12.9%	6.3%	6.4%
营业利润(百万元)	177	637	766	921	1,114
同比增长(%)	-76.3%	260.0%	20.2%	20.3%	20.9%
归属母公司净利润(百万元)	134	529	605	725	871
同比增长(%)	-76.4%	295.9%	14.3%	19.8%	20.2%
每股收益(元)	0.10	0.40	0.46	0.55	0.66
毛利率(%)	3.9%	3.8%	3.8%	4.0%	4.3%
净利率(%)	0.3%	1.1%	1.2%	1.3%	1.5%
净资产收益率(%)	2.2%	8.4%	9.1%	10.2%	11.4%
市盈率	55.1	13.9	12.2	10.2	8.5
市净率	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月29日）	5.56元
目标价格	7.56元
52周最高价/最低价	8.6/5.2元
总股本/流通A股（万股）	132,425/129,753
A股市值（百万元）	7,363
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2024年08月29日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-0.18	-7.33	-24.33	-18.23
相对表现%	0.89	-4	-15.04	-4.71
沪深300%	-1.07	-3.33	-9.29	-13.52



证券分析师	
罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518100001
冯函	021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070002

联系人	
宁小涵	ningxiaohan@orientsec.com.cn

相关报告	
23Q2 业绩环比改善，3D 打印结构件形成批量交付	2023-08-23
金属材料毛利率下降影响 22 年业绩表现，一季度环比实现改善	2023-05-08

附录

表 1：楚江新材可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2024/8/29	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
铜加工板块										
海亮股份	002203	8.18	0.56	0.70	0.85	0.94	14.62	11.70	9.67	8.71
博威合金	601137	14.70	1.44	1.80	2.15	2.47	10.23	8.16	6.85	5.94
江西铜业	600362	20.22	1.88	2.17	2.36	2.44	10.76	9.33	8.56	8.28
久立特材	002318	19.56	1.52	1.59	1.82	2.04	12.84	12.31	10.73	9.59
	调整后 平均						11.80	10.52	9.11	8.50
新材料板块										
光威复材	300699	27.42	1.05	1.14	1.35	1.59	26.11	23.97	20.34	17.25
中简科技	300777	20.09	0.66	0.91	1.09	1.39	30.55	22.19	18.48	14.50
天通股份	600330	6.06	0.26	0.23	0.27	0.33	23.00	26.15	22.07	18.40
中航高科	600862	18.47	0.74	0.83	0.99	1.18	24.95	22.31	18.59	15.66
	调整后 平均						25.53	23.14	19.47	16.46

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：2024 年分部估值结果

业务分部	EPS (元)	可比公司平均估值水平	对应目标价 (元)
铜加工	0.25	11	2.70
新材料	0.21	23	4.85
分部估值结果			7.56

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,531	2,993	3,380	3,890	4,374	营业收入	40,596	46,311	52,292	55,576	59,108
应收票据及应收账款	2,677	3,084	3,483	3,701	3,937	营业成本	38,997	44,532	50,320	53,330	56,552
预付账款	651	646	729	775	824	销售费用	111	135	136	144	154
存货	2,729	3,282	3,709	3,930	4,168	管理费用	322	353	387	411	437
其他	816	920	1,094	1,121	1,086	研发费用	1,055	995	999	1,062	1,129
流动资产合计	9,404	10,926	12,395	13,419	14,389	财务费用	108	174	176	189	193
长期股权投资	7	0	0	0	0	资产、信用减值损失	53	49	75	75	75
固定资产	2,853	3,347	3,632	3,891	4,079	公允价值变动收益	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
在建工程	347	345	422	411	356	投资净收益	(93)	28	0	0	0
无形资产	415	412	395	378	361	其他	322	539	569	559	548
其他	1,603	1,699	1,692	1,684	1,680	营业利润	177	637	766	921	1,114
非流动资产合计	5,225	5,802	6,142	6,365	6,476	营业外收入	10	10	10	10	10
资产总计	14,629	16,728	18,537	19,783	20,865	营业外支出	16	11	11	11	11
短期借款	3,954	5,324	6,778	7,297	7,553	利润总额	171	636	765	921	1,113
应付票据及应付账款	741	1,016	1,149	1,217	1,291	所得税	(5)	42	92	110	134
其他	834	917	909	983	1,026	净利润	175	594	673	810	980
流动负债合计	5,528	7,257	8,836	9,497	9,870	少数股东损益	42	65	68	86	109
长期借款	251	252	252	252	252	归属于母公司净利润	134	529	605	725	871
应付债券	1,777	1,834	1,654	1,654	1,654	每股收益 (元)	0.10	0.40	0.46	0.55	0.66
其他	377	368	316	317	318						
非流动负债合计	2,405	2,455	2,223	2,224	2,225	主要财务比率					
负债合计	7,933	9,712	11,058	11,721	12,095		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	513	558	626	712	821	成长能力					
股本	1,335	1,335	1,324	1,324	1,324	营业收入	8.7%	14.1%	12.9%	6.3%	6.4%
资本公积	2,718	2,665	2,670	2,670	2,670	营业利润	-76.3%	260.0%	20.2%	20.3%	20.9%
留存收益	1,920	2,255	2,660	3,158	3,757	归属于母公司净利润	-76.4%	295.9%	14.3%	19.8%	20.2%
其他	211	203	198	198	198	获利能力					
股东权益合计	6,696	7,016	7,479	8,062	8,770	毛利率	3.9%	3.8%	3.8%	4.0%	4.3%
负债和股东权益总计	14,629	16,728	18,537	19,783	20,865	净利率	0.3%	1.1%	1.2%	1.3%	1.5%
						ROE	2.2%	8.4%	9.1%	10.2%	11.4%
						ROIC	2.4%	5.5%	5.4%	5.8%	6.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	54.2%	58.1%	59.7%	59.2%	58.0%
净利润	175	594	673	810	980	净负债率	52.9%	64.8%	72.0%	67.1%	59.2%
折旧摊销	201	205	161	177	190	流动比率	1.70	1.51	1.40	1.41	1.46
财务费用	108	174	176	189	193	速动比率	1.21	1.05	0.98	1.00	1.03
投资损失	93	(28)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(747)	(743)	(903)	(394)	(375)	应收账款周转率	20.3	19.4	19.2	18.7	18.7
其它	338	(24)	(53)	5	4	存货周转率	14.8	14.7	14.3	13.9	13.9
经营活动现金流	168	178	55	788	992	总资产周转率	2.9	3.0	3.0	2.9	2.9
资本支出	(697)	(652)	(500)	(400)	(300)	每股指标 (元)					
长期投资	2	5	0	0	0	每股收益	0.10	0.40	0.46	0.55	0.66
其他	224	(214)	(3)	(1)	(2)	每股经营现金流	0.13	0.13	0.04	0.60	0.75
投资活动现金流	(471)	(861)	(503)	(401)	(302)	每股净资产	4.67	4.88	5.17	5.55	6.00
债权融资	351	111	(238)	21	3	估值比率					
股权融资	202	(53)	(5)	0	0	市盈率	55.1	13.9	12.2	10.2	8.5
其他	(335)	1,042	1,078	103	(209)	市净率	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
筹资活动现金流	218	1,100	835	124	(206)	EV/EBITDA	28.2	13.5	12.5	10.7	9.2
汇率变动影响	4	(25)	-0	-0	-0	EV/EBIT	48.2	16.9	14.6	12.4	10.5
现金净增加额	(81)	392	387	511	484						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 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在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。