

2017年04月28日

炼石有色 (000697.SZ)

拟收购 Gardner, 战略布局航空高端制造全产业链

■ 依托稀有金属优势资源, 开拓航空制造产业链

根据公司公告, 传统主业采选矿因钼精粉价格处于低位已停产, 钼铼分离项目已具备生产能力。公司依托自身独有的铼金属资源 (保有储量铼金属 176.1 吨, 约占全球已探明储量的 7%), 积极开拓航空制造相关产业发展, 当前具体业务集中于子公司成都航宇、中科航发和郎星无人机。

①成都航宇通过千人计划引进王立之、李沧晓等多位全球顶尖专家, 已成功研制 2 款高温合金母材, 并以此成功开发等轴晶、定向晶、单晶航空及燃气轮机涡轮叶片, 并达到第四代单晶叶片水准, 首批量产单晶叶片交付使用并实现一定销售收入。目前成都航宇项目已建成一条年产 80 吨含铼高温合金生产线和一条年产 5.5 万片单晶涡轮叶片生产线。公司已取得 EN 9100:2009 (技术等同 AS9100C) 国际公认的对航空航天和国防组织质量管理体系认证, 标志公司进入国际航空工业供应链的准入门槛。根据公告, 单晶叶片目前已有小批量认证订单, 国军标认证和国际客户认证正在进行中, 认证通过即可签订合同, 有望在未来 1 到 2 年内通过验证并实现大批量生产, 高温合金和含铼单晶叶片或将成为未来公司利润的高速增长点。

②中科航发由中科院工程热物理研究所与炼石有色联合战略投资者共同组建, 未来将建成满足新版国军标要求的 750kg 推力涡扇发动机总装线, 到 2020 年形成年产 150 台自主知识产权 750\1000\1250kg 推力涡扇发动机总装能力。

③郎星无人机由中科院、炼石有色、深圳顺丰、苏州元禾四方共同出资设立, 从事高级别大吨位系列军\民用无人机研制, 正在研发的首款无人运输机计划于 2017 年开始无人机总装厂建设。预计到 2020 年行成年产无人机 (军\民) 40 架的能力, 到 2025 年达到年产无人机 (军\民) 60 架的能力并具备完善的无人机系统运行服务能力。

④公司显著受益于国家两机专项等政策支持。双流区申报的成都国际航空动力产业项目专项建设基金已通过国家发改委初审, 并列入国家专项建设基金支持计划, 该项目由中国科学院热物理所、炼石有色等研发机构、企业合作, 计划总投资 150 亿元, 拟申请国家专项建设基金 22.5 亿元。

公司快报

证券研究报告

稀有金属

投资评级 **买入-A**

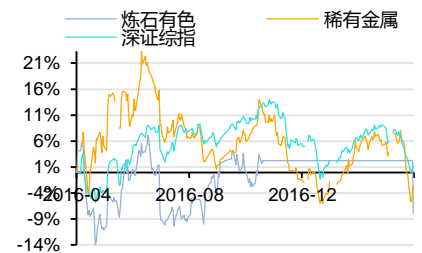
首次评级

6 个月目标价: **23.4 元**
股价 (2017-04-27) **21.16 元**

交易数据

总市值 (百万元)	11,842.83
流通市值 (百万元)	9,609.46
总股本 (百万股)	559.68
流通股本 (百万股)	454.13
12 个月价格区间	19.79/24.64 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.16	-9.09	-0.32
绝对收益	-10.0	-10.0	0.93

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

张超

报告联系人

zhangchao@essence.com.cn

杨光

报告联系人

yangguang1@essence.com.cn
010-83321033

相关报告

■ 现金收购 Gardner，继续布局高端航空制造

公司拟发行不超过 1.12 亿股募集不超过 3.26 亿英镑(27.93 亿人民币)，用以收购英国 Gardner，募集资金到位前，公司将以自筹资金先行投入，待募集资金到位后再予以置换，实际募集资金不足部分，将由公司通过自有资金、银行贷款或其他途径解决。

Gardner 主营业务为航空航天零部件的生产、加工、装配、维护等，主要产品为飞机及发动机零部件，包括飞机的机翼前缘表层、发动机相关部件、起降设备、油泵罩等核心部件，主要应用于空客 A320 家族、A330、A350、A380 等机型，2015 年空客销售占比为 67%。Gardner 全球共有 10 处生产基地，主要位于邻近核心飞机制造商客户所在地及印度等低成本国家，以使其产品价格具有较高的竞争力。

大型客机产业链逐步本土化，零部件需求将随之大幅增长。飞机制造产业向民用飞机需求大国转移步伐加快，空客飞机 1/4 的机翼、客舱门和维修工具在中国生产，波音公司 1/3 的部件在中国生产，空客 A320 生产线已落户天津，波音也将落户舟山。空客要求 Gardner 跟踪服务到中国，并承诺将协助此次并购通过法国经济部审核。

2014 年、2015 年、2016 年 1~10 月，以人民币核算，Gardner 营收 11.76 亿、11.52 亿、10.73 亿，归母净利润为 0.72 亿、1.34 亿、1.14 亿；以英镑核算，2015 年营收较 2014 年上升 24.77%，以前十月业绩推算，2016 年营收较 2015 年上升 18.10%（报告期内受英镑兑人民币汇率走低）。

通过此次并购，公司稀有金属资源优势及成都航宇高温合金材料和单晶涡轮叶片技术优势转化的产品可通过 Gardner 打开欧美市场；Gardner 可在公司支持下开拓中国市场、扩大全球业务版图，或将在华建厂，不排除切入大飞机及军机产业链；公司建立起了涵盖稀有金属开采提炼、高温合金冶炼、发动机和汽轮机高温叶片制造、无人机专用发动机设计制造、无人机整机设计制造以及配套服务体系的完整产业链，标的公司 Gardner 与原有产业协同效应显著，将进一步增强公司可持续发展和盈利能力。

■ 投资建议：

假设公司 2017 年完成收购，考虑到传统主业亏损、以及相关财务费用等，我们预测，公司 2017 年、2018 年的净利润分别为 1.67 亿、2.33 亿，假设本次募集 1.12 亿股，则总股本为 6.72 亿，对应 2017 年、2018 年 EPS 分别为 0.21 元、0.36 元。短期内公司业绩主要依赖所收购的 Gardner 贡献，且募集资金到位前，增加的财务费用将对公司业绩造成一定影响（我们依据公司公告中的假设，自筹资金 27.93 亿于 2017 年 6 月 1 日开始计息，综合年资金成本为 4.80%，于 2017 年 9 月 30 日完

成募集资金对自筹资金的置换)，短期估值不具备优势，但考虑到发动机叶片、发动机、无人机业务皆将逐步形成量产能力，我们认为公司全面战略布局航空产业链具有良好发展前景，首次给予买入-A 投资评级，6 个月目标价为 23.4 元，分别对应 2017 年、2018 年 111 倍、65 倍 pe。

■风险提示：航空产业发展不及预期；收购失败。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	243.7	155.0	12.7	1,791.5	2,328.9
净利润	82.5	59.8	-38.1	143.1	242.1
每股收益(元)	0.15	0.11	-0.07	0.21	0.36
每股净资产(元)	2.54	2.63	2.56	2.51	2.87
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	143.6	198.1	-310.5	99.4	58.7
市净率(倍)	8.3	8.1	8.3	8.4	7.4
净利润率	33.8%	38.6%	-301.3%	8.0%	10.4%
净资产收益率	5.8%	4.0%	-2.6%	8.3%	12.3%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	20.8%	5.0%	-4.0%	20.1%	8.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	243.7	155.0	12.7	1,791.5	2,328.9	成长性					
减:营业成本	112.9	68.7	38.8	1,310.1	1,703.1	营业收入增长率	7.8%	-36.4%	-91.8%	14050.6	30.0%
营业税费	12.3	17.0	1.4	197.1	256.2	营业利润增长率	24.4%	-30.8%	-168.2%	-421.8%	69.3%
销售费用	0.4	0.4	0.0	5.4	7.0	净利润增长率	29.1%	-27.5%	-163.8%	-475.0%	69.3%
管理费用	30.8	28.9	3.2	84.9	110.4	EBITDA 增长率	10.3%	-26.4%	-96.0%	6496.7%	24.0%
财务费用	-1.7	-6.7	0.1	45.0	-	EBIT 增长率	21.4%	-36.4%	-175.4%	-519.9%	30.0%
资产减值损失	0.0	9.0	15.5	-	-	NOPLAT 增长率		-34.1%	-173.8%	-574.3%	30.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	171.9%	-6.8%	-5.7%	217.6%	-34.4%
投资和汇兑收益	9.0	30.4	-	-	-	净资产增长率	149.5%	6.3%	-2.5%	17.3%	14.0%
营业利润	98.1	67.9	-46.3	149.0	252.2	利润率					
加:营业外净收支	1.1	1.8	1.4	-	-	毛利率	53.7%	55.7%	-206.1%	26.9%	26.9%
利润总额	99.2	69.7	-44.9	149.0	252.2	营业利润率	40.2%	43.8%	-365.7%	8.3%	10.8%
减:所得税	16.1	9.1	-6.7	6.0	10.1	净利润率	33.8%	38.6%	-301.3%	8.0%	10.4%
净利润	82.5	59.8	-38.1	143.1	242.1	EBITDA/营业收入	54.1%	62.6%	30.7%	14.3%	13.7%
						EBIT/营业收入	39.5%	39.5%	-364.9%	10.8%	10.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	502	835	12,259	105	84
						流动资产周转天数	391	846	5,833	249	279
						流动资本周转天数	1,015	2,252	24,198	673	696
						应收账款周转天数	104	114	808	117	121
						存货周转天数	29	31	544	53	55
						总资产周转天数	1,698	3,787	45,686	814	795
						投资资本周转天数	1,066	2,369	27,185	389	377
						投资回报率					
						ROE	5.8%	4.0%	-2.6%	8.3%	12.3%
						ROA	5.3%	3.6%	-2.5%	2.2%	6.5%
						ROIC	20.8%	5.0%	-4.0%	20.1%	8.2%
						费用率					
						销售费用率	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
						管理费用率	12.6%	18.7%	25.1%	4.7%	4.7%
						财务费用率	-0.7%	-4.3%	0.8%	2.5%	0.0%
						三费/营业收入	12.1%	14.6%	26.2%	7.6%	5.0%
						偿债能力					
						资产负债率	9.4%	10.3%	3.2%	73.7%	46.9%
						负债权益比	10.4%	11.4%	3.4%	279.7%	88.2%
						流动比率	6.97	5.39	16.55	1.82	2.29
						速动比率	6.92	5.27	16.17	1.67	2.14
						利息保障倍数	-55.65	-9.20	-462.01	4.31	
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	0.02	-	-	-
						分红比率	13.6%	14.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	386.1	553.3	547.0	389.5	419.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	45.7	52.2	4.7	1,156.8	408.0
应收票据	-	0.7	0.0	5.0	2.6
预付账款	149.8	176.9	41.4	3,599.7	1,891.2
存货	6.3	20.1	18.2	507.1	205.4
其他流动资产	443.2	104.7	182.7	243.5	177.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	30.0	29.8	29.8	29.8	29.8
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	344.7	374.3	487.9	557.7	528.9
在建工程	126.5	317.4	158.7	31.7	-
无形资产	37.3	56.0	54.1	52.3	50.4
其他非流动资产	-	-	-	-	-
资产总额	1,573.1	1,687.4	1,525.8	6,574.3	3,714.0
短期债务	20.0	25.0	-	-	-
应付账款	46.9	59.4	5.7	1,673.1	674.8
应付票据	54.5	60.4	19.3	1,529.7	657.8
其他流动负债	-	-	-	-	-
长期借款	-	-	-	1,606.4	381.1
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	148.0	173.0	49.5	4,842.9	1,740.5
少数股东权益	2.8	43.6	43.6	43.6	43.6
股本	559.7	559.7	559.7	671.7	671.7
留存收益	862.6	911.2	873.0	1,016.1	1,258.2
股东权益	1,425.1	1,514.4	1,476.3	1,731.4	1,973.5

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	83.1	60.6	-38.1	143.1	242.1
加:折旧和摊销	38.1	38.4	50.1	62.5	65.9
资产减值准备	0.0	9.0	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	2.4	1.1	0.1	45.0	-
投资损失	-9.0	-30.4	-	-	-
少数股东损益	0.7	0.8	-	-	-
营运资金的变动	-329.4	318.7	9.9	-2,078.0	950.5
经营活动产生现金流量	220.8	57.2	21.9	-1,827.4	1,258.5
投资活动产生现金流量	-809.9	77.4	-3.1	-3.5	-3.5
融资活动产生现金流量	773.7	11.4	-25.1	1,673.4	-1,225.3

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.15	0.11	-0.07	0.21	0.36
BVPS(元)	2.54	2.63	2.56	2.51	2.87
PE(X)	143.6	198.1	-310.5	99.4	58.7
PB(X)	8.3	8.1	8.3	8.4	7.4
P/FCF	-20.1	87.0	-1,685.1	-52.7	476.4
P/S	48.6	76.4	935.4	7.9	6.1
EV/EBITDA	72.0	155.5	2,915.6	60.3	44.7
CAGR(%)	19.8%	58.7%	-183.8%	19.8%	58.7%
PEG	7.2	3.4	1.7	5.0	1.0
ROIC/WACC					
REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

冯福章声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034