

布局核电航空，业绩有望触底反弹

——应流股份（603308）年报及一季报点评

2017年05月01日

强烈推荐/首次

应流股份

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
任天辉	联系人	
	rentianhui1989@hotmail.com	010-66554037
陈皓	联系人	
	chenhao_@dxzq.net.cn	010-66555446

事件：

公司发布 2016 年年度报告，报告期内公司实现营业收入 12.75 亿元，同比减少 5.18%；归属于上市公司股东净利润 5468 万元，同比减少 27.1%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后净利润 4424 万元，同比减少 30.13%；EPS 为 0.13 元，同比减少 31.58%。

公司向全体股东每 10 股派发现金红利 0.4 元（含税），本年度不进行资本公积金转增股本。

公司公告 2017 年一季度业绩，营业收入为 3.54 亿元，同比去年增加 2.14%；归属于上市公司股东净利润 3137 万元，同比增加 43.13%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入（百万元）	341.97	288.35	346.44	315.98	378.65	234.35	353.85
增长率（%）	-0.47%	-9.98%	0.13%	-14.31%	10.73%	-18.73%	2.14%
毛利率（%）	26.49%	31.32%	30.19%	34.73%	21.83%	30.91%	35.11%
期间费用率（%）	22.33%	28.94%	23.18%	27.38%	19.73%	22.44%	23.56%
营业利润率（%）	5.39%	-1.95%	6.35%	6.24%	1.53%	-1.26%	7.78%
净利润（百万元）	18.71	5.42	20.99	19.79	8.32	4.33	30.84
增长率（%）	13.42%	-62.51%	19.40%	-41.36%	-55.51%	-20.16%	46.96%
每股盈利（季度，元）	0.05	0.02	0.05	0.05	0.02	0.01	0.07
资产负债率（%）	61.24%	61.15%	59.88%	54.65%	48.62%	55.55%	56.45%
净资产收益率（%）	0.98%	0.28%	1.06%	0.69%	0.29%	0.15%	1.07%
总资产收益率（%）	0.38%	0.11%	0.42%	0.32%	0.15%	0.07%	0.47%

观点：

➤ 公司传统业务受行业环境影响减少，产业链延伸的核电业务低于预期

公司传统的业务为油气泵阀和工矿机械零部件，销售受行业环境的影响，整体销售收入减少；另外核能装备是公司产业链延伸的重点，在新产品的研发方面继续加大投入力度，16年以来陆续取得一系列标志性成果：自主研发的国产化首台核电站核一级主泵泵壳交付客户；建成了国内首条中子吸收材料板生产线；核动力装置金属保温层、核电站核岛主设备金属保温层、核燃料贮存格架用中子吸收板先后通过鉴定，同时获得项目订单，并在17年第一季度实现了交货。核电业务在2016年受核电项目建设周期和采购时点影响低于预期。

➤ 公司在航空发动机和燃气轮机叶片研发生产实力雄厚，各项目进展顺利

2016年公司完成或在研航空发动机和燃气轮机叶片、导向器等核心部件100多种，部分产品已经实现批量供货。与航材院621所合作的多个等轴晶叶片已经实现稳定供货。与GE合作的燃气轮机叶片项目进展顺利，其中的燃气轮机喷嘴环项目获得GE最佳创新奖，承担了多种型号航空发动机涡轮叶片研制任务，并已经取得关键性成果。

➤ 航空业务是公司价值链的延伸，公司积极大力布局

航空业务作为公司价值链的延伸，未来将占公司50%的营业收入，是公司大力布局的重点。公司于2015年4月公告与德国SBM Development GmbH共同研发两款涡轴发动机和直升机，涡轴发动机比现在国内航空器通用的活塞发动机重量更轻，适用性更广泛，至今项目进展顺利；2015年7月成立应流航源动力，专门生产航空零部件；之后投资了3亿元建立国际领先的热等静压设备，该设备主要用于高温合金制品的致密化，为航空发动机高温合金的叶片生产提供重要保证；2016年6月，公司分别成立安徽应流航空和北京应流航空两个公司，积极推动涡轴发动机和直升机的产业化和市场化。

➤ 通用航空政策利好，航空业务有望迎来爆发时机

中国与通航大国美国、巴西相比，差距很大，通航飞机的数量仅为美国的千分之六，也只是巴西的百分之一左右，同样通航机场的数量也是相距甚远，通航领域有很大的上升空间。近来国内的政策形势也持续利好，不断开放低空领域，鼓励和支持发展通航设备，在“十三五”期间京津冀三地机场将重点打造世界级机场群，河北将投资400亿元完善机场网络，还将建设30个以上通用机场。

➤ 获武器装备科研生产三级保密资格，军工资质取得实质进展

公司之前两大外资股东基本减持完毕，为公司申请军工资质扫清障碍。公司全资孙公司应流航源通过了AS9100体系换证复审，取得GJB9001B武器装备质量管理体系证书、获取武器装备科研生产三级保密资格。公司有望获益军民融合，获得军工订单，增厚公司业绩。

投资建议与评级：

公司是核电领域优质企业，传统业务有望企稳，核电业务随订单的交付将迎来持续增长，结合公司大力布局的通用航空业务，我们预计公司2017-2019年营业收入分别为18.89亿元、24.66亿元和32.57亿元，每股收益分别为0.37元、0.57元和0.99元，对应PE分别为43X、28X和16X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

核电建设周期不及预期，通航低空开放政策实行仍然受限，具体细则长期落地困难。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2447	2471	2841	3844	4989	营业收入	1345	1275	1889	2466	3257
货币资金	793	701	794	1233	1629	营业成本	939	906	1322	1703	2194
应收账款	549	653	776	1013	1339	营业税金及附加	10	24	28	37	49
其他应收款	5	15	22	29	38	营业费用	52	45	57	74	98
预付款项	73	69	66	63	58	管理费用	162	155	227	296	326
存货	943	947	1087	1400	1804	财务费用	103	94	134	141	172
其他流动资产	78	59	59	59	59	资产减值损失	10.78	8.83	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2490	3924	3589	3305	3017	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	2.38	2.38	0.00	0.00	0.00
固定资产	1963.8	3074.8	2813.0	2565.2	2315.5	营业利润	72	45	121	215	419
无形资产	127	316	360	328	297	营业外收入	14.98	12.91	60.00	60.00	60.00
其他非流动资产	6	75	0	0	0	营业外支出	1.33	0.72	0.30	0.40	0.50
资产总计	4937	6394	6430	7149	8006	利润总额	86	57	181	274	478
流动负债合计	2586	3018	2762	3380	4086	所得税	10	3	18	27	48
短期借款	1951	2468	2175	2725	3343	净利润	75	53	163	247	431
应付账款	154	115	145	187	240	少数股东损益	0	-1	1	1	1
预收款项	3	5	5	5	5	归属母公司净利润	75	55	162	246	430
一年内到期的非流	295	284	284	284	284	EBITDA	408	575	583	690	928
非流动负债合计	433	535	520	620	770	BPS (元)	0.19	0.13	0.37	0.57	0.99
长期借款	374	470	520	620	770	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	3019	3552	3282	4000	4856	成长能力					
少数股东权益	40	77	78	79	80	营业收入增长	-2.27%	-5.18%	48.10%	30.54%	32.11%
实收资本(或股本)	400	434	781	781	781	营业利润增长	-37.85	-38.33	172.67	76.90%	95.04%
资本公积	756	1569	1569	1569	1569	归属于母公司净利润	196.80	51.53%	196.80	51.53%	74.66%
未分配利润	643	667	521	300	-87	获利能力					
归属母公司股东权	1878	2765	3070	3070	3070	毛利率(%)	30.20%	28.96%	30.00%	30.91%	32.63%
负债和所有者权	4937	6394	6430	7149	8006	净利率(%)	5.61%	4.19%	8.63%	10.01%	13.22%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
经营活动现金流	75	-64	384	225	279	偿债能力					
净利润	75	53	163	247	431	资产负债率(%)	61%	56%	51%	56%	61%
折旧摊销	233.35	437.03	0.00	334.40	337.80	流动比率	0.95	0.82	1.03	1.14	1.22
财务费用	103	94	134	141	172	速动比率	0.58	0.51	0.63	0.72	0.78
应收账款减少	0	0	-124	-237	-325	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.29	0.23	0.29	0.36	0.43
投资活动现金流	-221	-177	82	-50	-50	应收账款周转率	3	2	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.83	9.49	14.56	14.87	15.25
长期股权投资减少	0	0	53	0	0	每股指标(元)					
投资收益	2	2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.19	0.13	0.37	0.57	0.99
筹资活动现金流	290	106	-223	263	167	每股净现金流(最新)	0.36	-0.31	0.31	0.56	0.51
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.70	6.37	3.93	3.93	3.93
长期借款增加	0	0	50	100	150	估值比率					
普通股增加	0	34	347	0	0	P/E	85.16	124.46	43.24	28.54	16.34
资本公积增加	0	813	0	0	0	P/B	3.45	2.54	4.11	4.11	4.11
现金净增加额	144	-136	243	439	396	EV/EBITDA	20.33	16.58	25.42	21.79	16.59

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015年加入东兴证券，从事机械行业研究。

陈皓

机械行业研究员，清华大学测控技术与仪器学士，清华大学机械工程硕士，2016年加入东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易,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。本报告版权仅为我公司所有,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、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。