



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 核材恢复性增长 非核市场空间大

——中飞股份（300489）深度报告

2017年6月26日

强烈推荐/首次

中飞股份 深度报告

### 报告摘要:

**国内核燃料加工铝材设备供应商。**公司所处的行业为有色金属压延加工业，分别属于新材料技术领域和新能源及节能技术领域；公司主要产品为铝合金锻件、挤压件和机加件，具有高强、高韧、耐腐蚀等特性，产品技术含量和经济附加值较高，可广泛用于核能、航空、航天、军工、电子、交通运输、机械设备制造等行业。公司主要为核燃料加工专业设备提供高性能铝合金材料和机加工零部件。

**行业未来发展空间巨大，公司具备行业先入优势。**作为核燃料加工设备领域一家重要的研发配套单位，公司所涉及的领域具有很高的准入壁垒和技术壁垒，细分行业外的铝加工企业很难成为该领域的合格供应商，所以相比较于细分行业外的企业，公司具备很强的行业先入优势。另外从最近几年来看，我国铝加工行业将继续保持增长态势。2016年我国铝加工材的实际产量为3300万吨左右，较2015年增长了10%。按照工信部有色金属工业发展“十三五”规划估算，2020年铝材4000万吨的产量估算，2016-2020年铝加工材产量的年均复合增长率将保持在5.92%。铝加工行业的稳定增长为公司扩展业务提供良机。

**业绩预测及估值。**核电主要在未来几年会进入新的需求增长期，非核类业务将开拓更大的市场空间，预计公司2017-2019年收入分别为2.05亿、3.08亿、4.19亿，净利润分别为0.23亿、0.37亿、0.52亿，对应EPS分别为0.26、0.41、0.57元，对应PE分别为34倍、28倍、22倍，首次推荐给予“强烈推荐”评级。

**风险提示。**客户集中风险；核电行业政策变更风险；原材料价格波动风险。

### 财务指标预测

指标	15A	16A	17E	18E	19E
营业收入(百万元)	129.18	137.69	205.50	308.25	418.95
增长率(%)	-17.85%	6.59%	49.25%	50.00%	35.91%
净利润(百万元)	29.06	31.34	23.36	37.28	51.54
增长率(%)	-19.30%	7.83%	-25.47%	59.63%	38.23%

### 林阳

021-65465035

liny.ang@dxzq.net.cn

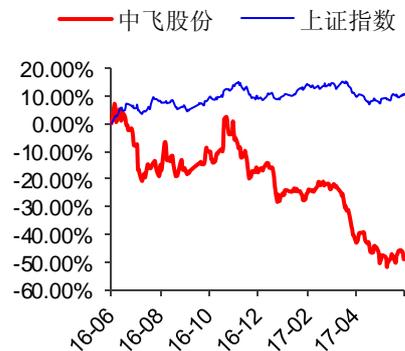
执业证书编号:

S148051012000

### 交易数据

52周股价区间(元)	45.29-23.39
总市值(亿元)	21.23
流通市值(亿元)	11.3
总股本/流通A股(万股)	9100/4800
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	4.31

### 52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

---

净资产收益率 (%)	6.74%	6.86%	4.91%	7.37%	9.43%
每股收益(元)	0.732	0.345	0.257	0.411	0.568
PE	31.95	67.74	90.88	56.93	41.19
PB	2.46	4.64	4.46	4.20	3.88

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



## 目 录

<b>1. 募投项目导致成本增加拖累公司业绩，公司经营正走向正规</b> .....	<b>4</b>
1.1 公司简介 .....	4
1.2 成本不断增加，业绩仍具有高弹性 .....	5
1.3 公司经营目标明确，未来看点多多 .....	8
1.4 在研发投入不断增加的影响下，公司核心竞争力不断增强 .....	9
1.5 客户集中有益于降低公司成本 .....	9
<b>2. 上游原材料丰富，为公司持续经营提供良机</b> .....	<b>9</b>
<b>3. 铝合金行业潜力巨大，市场前景广阔</b> .....	<b>11</b>
3.1 铝行业产销量惊人，行业潜力巨大 .....	11
3.2 铝合金的消费结构不断完善，逐步布局高端领域 .....	12
3.3 受政策利好刺激，高端铝材行业腾飞在即 .....	17
<b>4. 在供需不平衡的背景下，下游核能（电）行业前景广阔</b> .....	<b>18</b>
4.1 铝在核燃料用材中优势明显 .....	18
4.2 发展核电大势所趋 .....	19
4.3 政策刺激给核电行业带来无限想象空间 .....	22
<b>5. 业绩预测及估值</b> .....	<b>23</b>
<b>6. 主要风险</b> .....	<b>24</b>

## 表格目录

表 1 行业政策 .....	14
表 2 核燃料材料优劣对比情况 .....	15
表 3 核电行业方面的政策 .....	17

## 插图目录

图 1 股权结构 .....	错误!未定义书签。
图 2 公司业务构成（亿元） .....	错误!未定义书签。
图 3 非核领域占比不断增加 .....	错误!未定义书签。
图 4 募投项目全面转固，公司总成本大幅增加（万元） .....	错误!未定义书签。
图 5 公司营收及净利润增长情况 .....	7
图 6 公司毛利率维持高水平 .....	错误!未定义书签。
图 7 电解铝产量保持平稳增长 .....	错误!未定义书签。
图 8 全球铝的产消呈现短暂下降趋势（万吨） .....	错误!未定义书签。
图 9 中国精炼铝产销量出现高位企整（千吨） .....	错误!未定义书签。 1
图 10 公司产业链情况 .....	错误!未定义书签。
图 11 2016 年我国铝材下游应用占比 .....	错误!未定义书签。 2
图 12 航空用铝占比 .....	错误!未定义书签。 3
图 13 铝加工材产量（万吨） .....	错误!未定义书签。
图 14 铝挤压材呈平稳增长 .....	错误!未定义书签。
图 15 中国铝箔产销情况（千克） .....	错误!未定义书签。 5
图 16 中国核电机组在建数和运行数 .....	错误!未定义书签。 7
图 16 中国核电发电量（十亿千瓦时） .....	错误!未定义书签。 7
图 16 中国地区发电量呈稳步上升趋势（亿千瓦时） .....	错误!未定义书签。 8

## 1. 募投项目导致成本增加拖累公司业绩，公司经营正走向正规

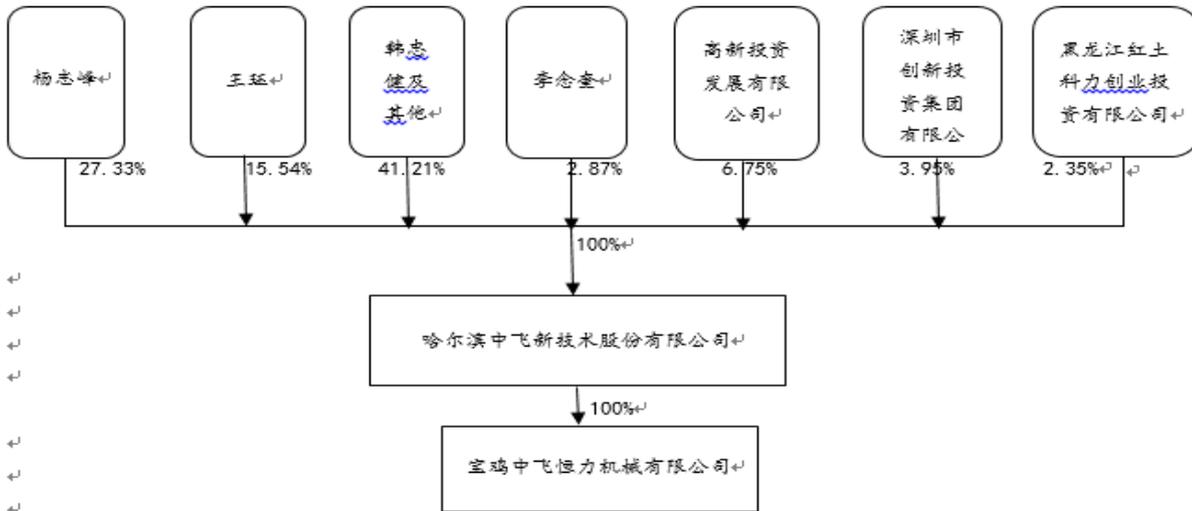
### 1.1 公司简介

哈尔滨中飞新技术股份有限公司是 2006 年 7 月注册成立的高新技术企业。公司所处的行业为有色金属压延加工业，分别属于新材料技术领域和新能源及节能技术领域；公司主要产品为铝合金锻件、挤压件和机加件，具有高强、高韧、耐腐蚀等特性，产品技术含量和经济附加值较高，可广泛用于核能、航空、航天、军工、电子、交通运输、机械设备制造等行业。

公司是省级企业技术中心，并建立了完善的技术创新体系，现拥有高性能铝合金材料生产的核心技术 10 项，发明专利 8 项，实用新型专利 17 项；同时，公司开发了 11 项黑龙江省省级高新技术产品，具有较强的技术开发和新产品研制能力；此外，公司已于 2011 年 12 月被认定为“黑龙江省创新型试点企业”和“哈尔滨市第五批知识产权试点单位”。

公司控股股东和实际控制人为杨志峰先生，其持有公司 27.33% 的股份。公司下属有一家控股子公司中飞恒力机械有限公司，其主要经营范围为机械设备、仪器仪表的生产、销售；工业自动化技术开发和技术服务等。

图 1 股权结构

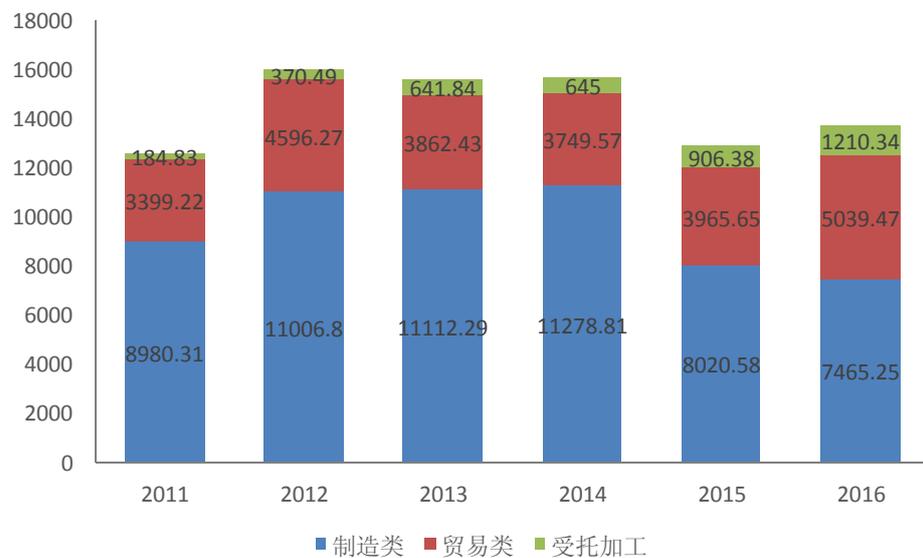


资料来源：2017 年一季度报，东兴证券研究所

## 1.2 成本不断增加，业绩仍具有高弹性

为了适应宏观经济波动的影响，公司制造类的产品的比重在不断的下调，业务结构在不断的完善。

图 2 公司的业务构成（万元）

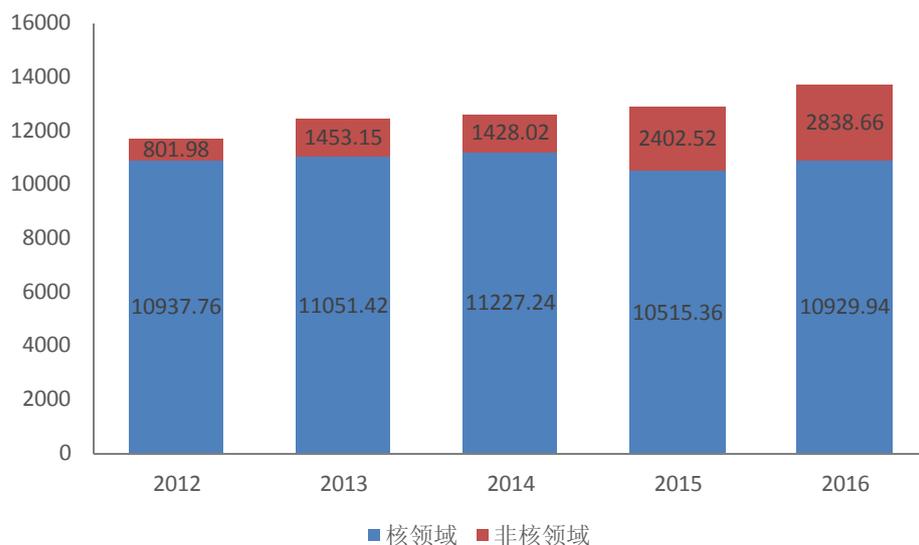


资料来源：wind，东兴证券研究所整理

拓展非核领域市场。2015 年以前，公司核领域收入占营业收入比重在 90%以上，

截止 2016 年，公司非核领域收入占营业收入比重已达 20% 以上。公司将利用产品优势，深入挖掘中下游市场潜力，扩大公司高性能铝合金材料在核领域的应用范围。

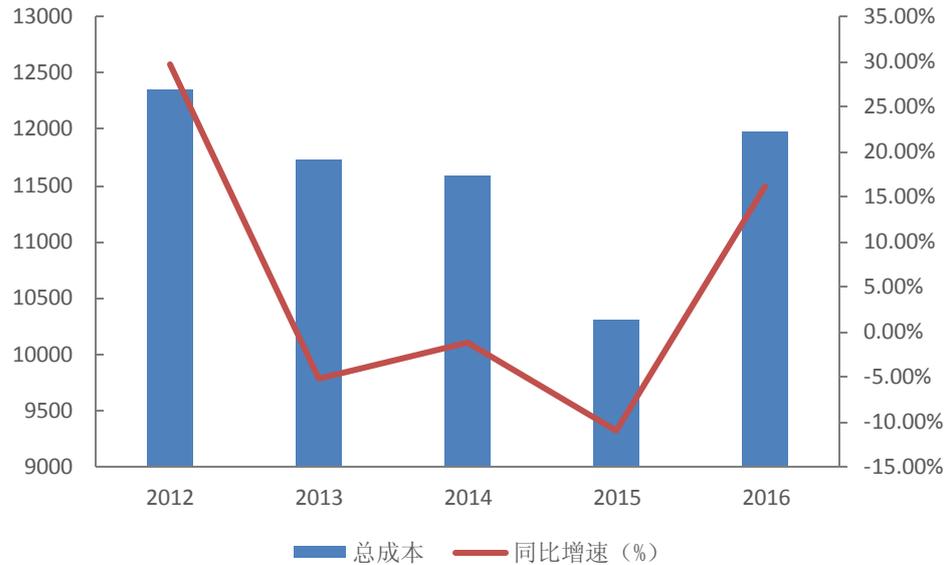
图 3 非核领域占比不断增加



资料来源: wind, 东兴证券研究所整理

募投项目投产后导致公司固定成本的大幅增加。本次募集资金投资项目建成后，公司固定资产规模将增加约 3.9 亿元，折旧费等固定费用相应增长。然而项目产能完全释放需要个过程，根据项目可研报告，项目建成后 3 年达产。同时，项目运行后产品销售结构的优化也需要一个过程。因此，存在募投项目投产后公司固定成本的大幅增加而导致利润阶段性下降甚至大幅下滑的风险。另外，根据本次募投项目的最新进展情况，募投项目主体设备部分——挤压生产线、熔铸生产线已于 2016 年上半年转固并投产，因此，公司 2016 年利润出现下滑。

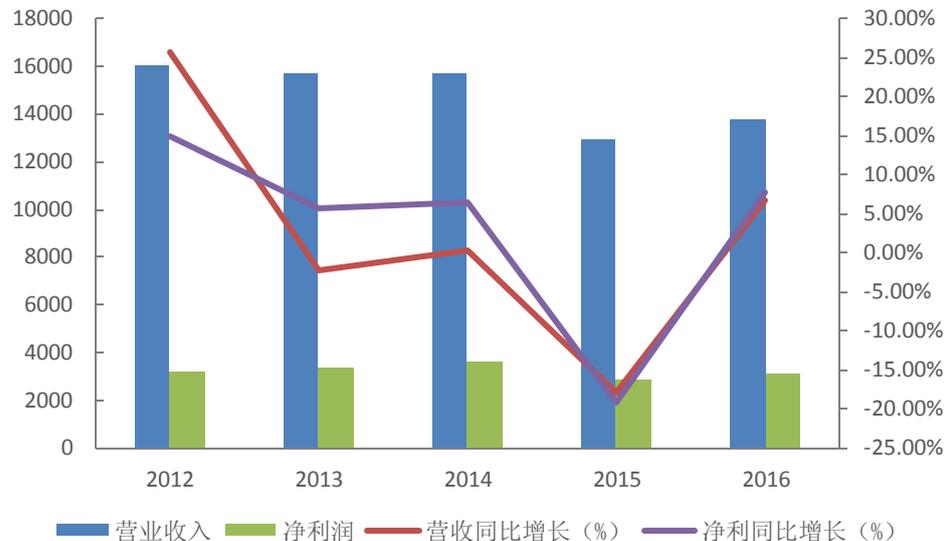
图 4 募投项目全面转固，公司总成本大幅增加（万元）



资料来源: wind, 东兴证券研究所整理

2016 年度,公司实现营业收入 13,768.59 万元,同比增长 6.59%,营业成本 11,985.19 万元,同比增长 16.21%,净利润 3133.76 万元,同比下降 7.83%。

图 5 公司营收及净利润增长情况

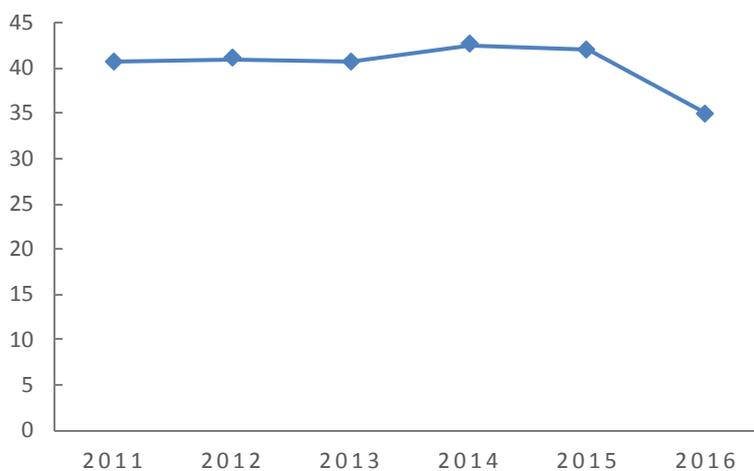


资料来源: wind, 东兴证券研究所整理

公司品类全，市场份额大，毛利率高。随着公司生产设备逐步完善，公司可以为客户

提供所有规格品种的高性能铝合金材料。公司 2014 年为该行业提供产品的销售额占市场采购总额的比约为 40%, 排名第一。2012-2015 年公司销售毛利率基本上在 40% 左右, 2016 年出现一定幅度的下降, 但在同行业中仍然保持高水平。

图 6 公司毛利率维持高水平



资料来源: wind, 东兴证券研究所整理

### 1.3 公司经营目标明确, 未来看点多多

中飞公司的战略定位是以高性能铝合金研发和生产为主的大型企业集团。即以经济效益为中心, 以铝加工主业为依托, 以资本运营为纽带, 以多元化产业发展为方向, 以科学管理为手段, 以技术和人才为基本资源, 以优质高性能铝合金为主导产品, 建设成为国内排名靠前的高性能特种铝合金材料研发和生产基地。

(1) 继续推进核燃料加工设备新规格材料供货新规格材料是指用于新型核燃料加工设备的主体结构材料, 与公司现供专用设备的 28 种铝合金辅助结构材料相比, 产品性能更高, 经济效益更为可观。2017 年将加快推进主体结构材料的鉴定验收进程, 努力实现销售。

（2）深入拓展核领域其他用途铝合金材料市场核燃料加工设备属核能领域产业链条前端市场，公司将利用产品优势，深入挖掘中下游市场潜力，扩大公司高性能铝合金材料在核领域的应用范围。

（3）积极开拓非核领域市场募投资项目投产后形成的部分剩余产能，为公司积极开拓非核领域市场提供战略契机。目前，公司非核领域已开发和重点开发的有航空用铝合金管材、棒材，电力设备索具用高强度铝合金型材，舰船通讯设备用高性能耐腐蚀铝合金型材等高附加值产品。公司会利用募投资项目产能大力开拓非核领域市场。

#### 1.4 在研发投入不断增加的影响下，公司核心竞争力不断增强

公司作为高新技术企业，为取得技术领先的市场地位，公司持续进行大力的研发投入，报告期公司开展了新型高强 7 系铝合金材料热处理研究等 11 项科研课题研究。实际完成科研投入 559.14 万元。其中 2 项处于研究阶段，2 项处于小试阶段，3 项处于中试阶段，4 项处于试生产阶段。上述项目研究成功后，对我公司的熔铸、挤压、锻压、热处理技术有较大的提升，并对产品性能有很大提高。

#### 1.5 客户集中有益于降低公司成本

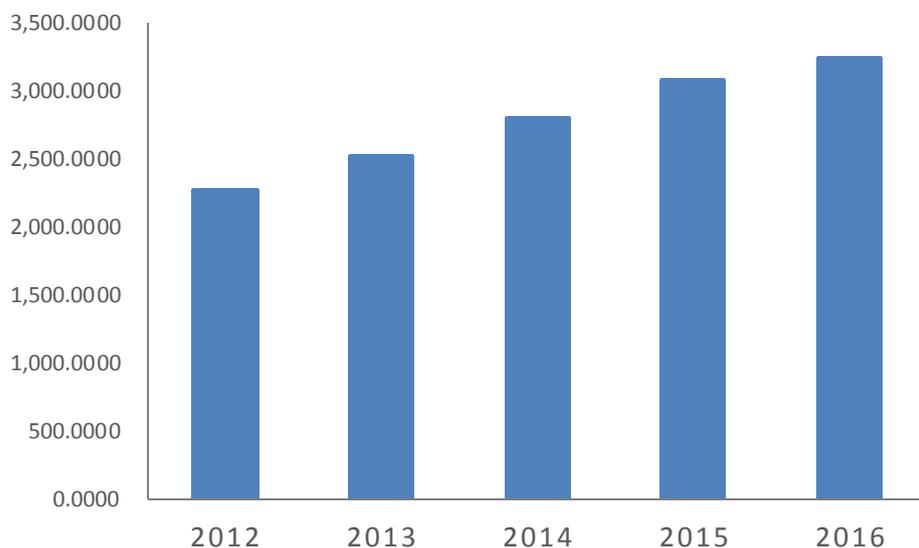
公司的客户绝大部分为国内核燃料加工专用设备研发、生产领域的企业，主要包括国内唯一的核燃料加工专用设备制造商——中核机械和国内唯一的核燃料加工专用设备研发单位——中核集团下属研究院，以及中核机械的零部件配套企业——中核科技、中核陕铀、弘湖机械等，这些客户多数是由中央直接管理的特大型国有独资企业集团的成员企业，其生产经营受国家产业政策大力支持，经营状况和资信程度优良。

## 2. 上游原材料丰富，为公司持续经营提供良机

公司专用设备用铝合金锻件需要采购的原材料是铝铸棒和铝挤压棒，机械加工零件需要采购的原材料包括铝合金管、棒、型和板材，7000 系铝合金锻件和管材需要采购的主要原材料为电解铝，所以公司的上游供应商包括铝铸棒加工厂、铝合金挤压加工企业和电解铝厂等，其产能一般都在 10 万吨以上，完全可以满足发行人对原材料的需求。

铝加工行业及其高性能铝合金材料制造行业的上游是电解铝生产行业，电解铝的产量和价格波动对本行业的影响较大。

图 7 电解铝产量保持平稳增长



资料来源: wind, 东兴证券研究所整理

电解铝的主要原料铝土矿是世界上储备最为丰富的金属矿资源，具有很高的资源保证度，按照目前世界电解铝产量计算，静态保证年限在 200 年以上，多年来我国电解铝产能过剩，产量大幅增长电解铝产量的增长有力地保证了本行业企业发展所需电解铝锭的供应。另外，电解铝锭作为大宗商品货物，目前全球多个期货交易所均开设了

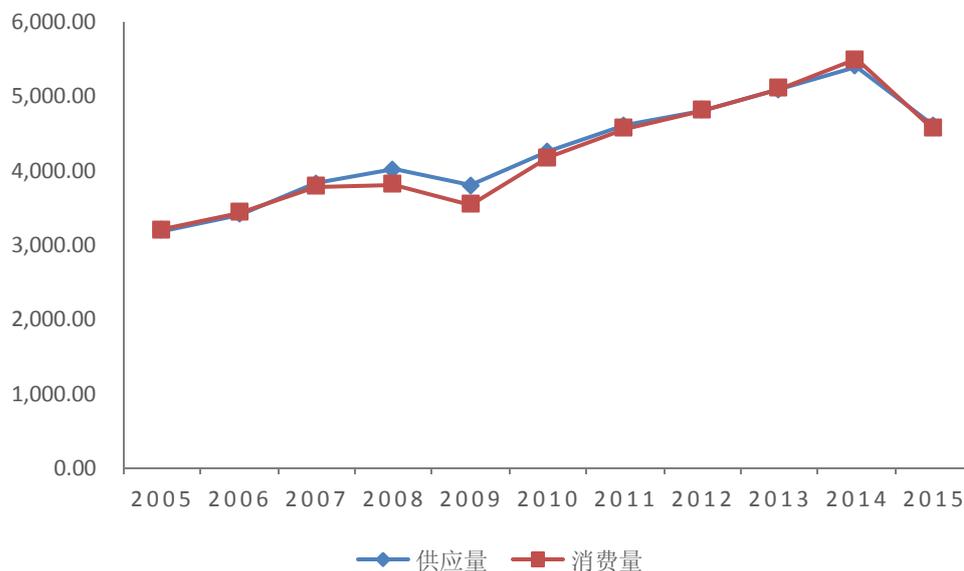
铝锭期货交易，铝锭期货的现货交割使得本行业所需原材料还可以实现全球范围的采购配置。

### 3. 铝合金行业潜力巨大，市场前景广阔

#### 3.1 铝行业产销量惊人，行业潜力巨大

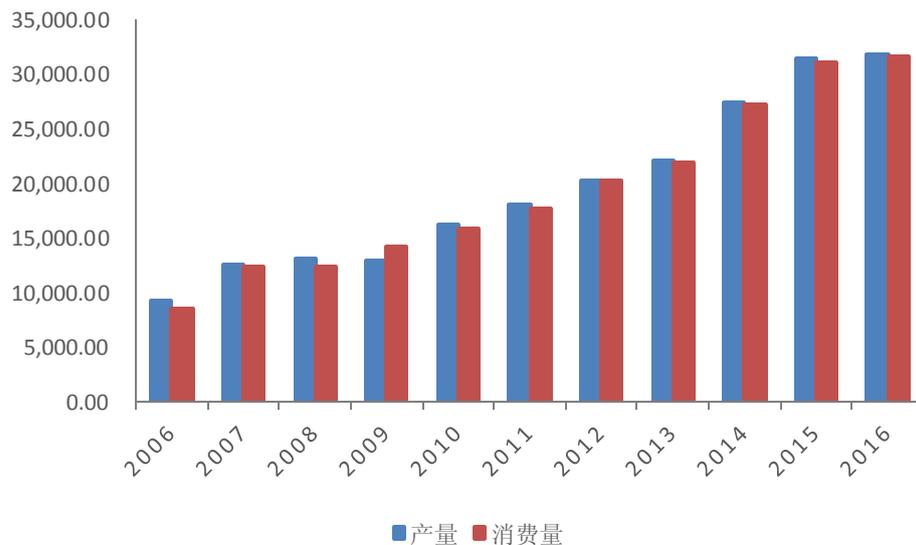
2015年，世界铝消费量达到4,564.00万吨，比2014年减少15.81%，这主要是受全球经济不景气的影响。虽然消费量大幅度下降，但是其消费量仍然很庞大。

图8 全球铝的产消呈现短暂下降的趋势（万吨）



资料来源：wind，东兴证券研究所整理

图 9 中国精炼铝产销量出现高位企整 (千吨)



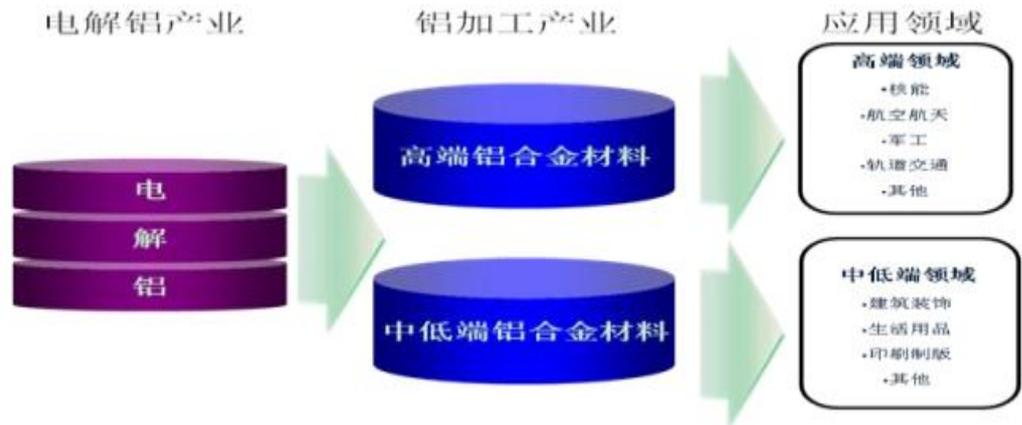
资料来源: wind, 东兴证券研究所整理

### 3.2 铝合金的消费结构不断完善, 逐步布局高端领域

我国传统的铝合金消费领域是日用精铝制品和机械、家电等行业。从 90 年代中期开始, 我国的铝消费量开始随着经济的增长而加速增长, 国内铝材需求增长率约为 GDP 增长率的 3 倍。目前中国人均用铝量约为 10 千克, 而美国、日本、德国的人均用铝量已分别达到 35 千克、33 千克和 32.5 千克, 我国人均用铝量远低于世界发达国家水平且不足发达国家的 1/3, 可见中国铝材消费市场空间巨大。

公司的高性能铝合金材料业务处于铝加工行业产业链条之上。

图 10 公司产业链情况



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所整理

据 wind 数据显示，2016 年我国精炼铝消费总量达到 3161 万吨，同比增长 1.76%。

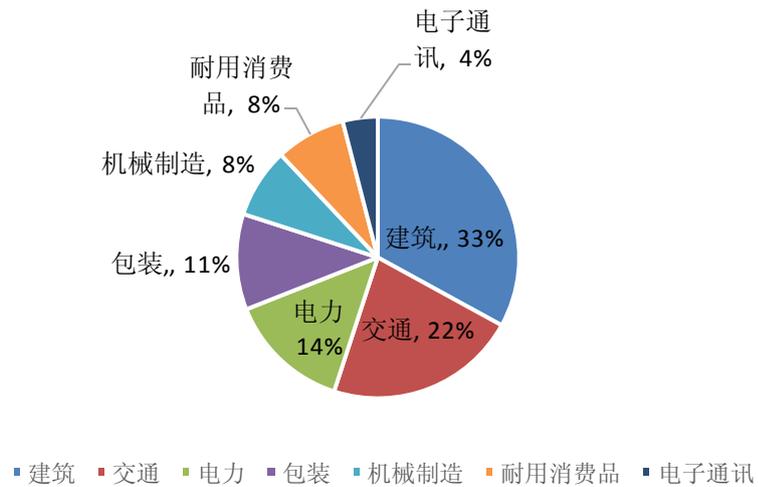
根据“十三五”有色金属工业规划，到 2020 年我国铝消费总量将达到 4300 万吨，

2016-2020 年期间的年均复合增长率（CAGR）将达到 7.24%。

随着我国城市化和工业化的迅猛发展，预计未来我国人均用铝量可望继续扩大；同时，随着经济和科技的进一步发展，核能、航空航天、交通运输业、建筑业和电力行业的铝需求量将大幅提高，铝材消费将重点转入高端领域和新兴消费域。

从下游行业应用来看，建筑业仍然是我国铝材最大的应用领域，占比 33%，其次是交通、电力、包装、机械制造等。而以美国为例，交通运输是第一大用铝领域，占比达 39%。

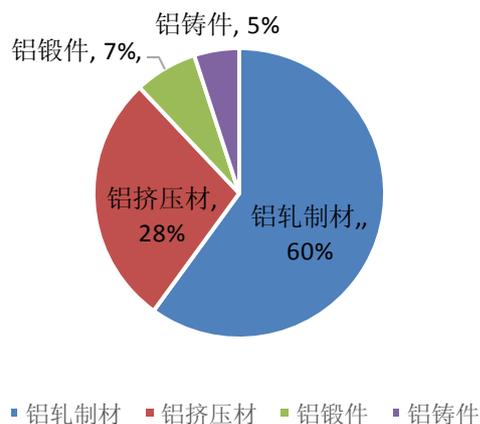
图 11 2016 年我国铝材下游应用占比



资料来源: 安泰科, 东兴证券研究所整理

高强铝合金具有密度低、强度高、热加工性能好等优点, 其制成的板材、挤压型材、锻件等在航空航天构件上有广泛的应用前景。比如高强铝合金厚板作为主要承力构件, 使用比例占飞机上总铝材用量的 30%-35%。

图 12 航空用铝占比

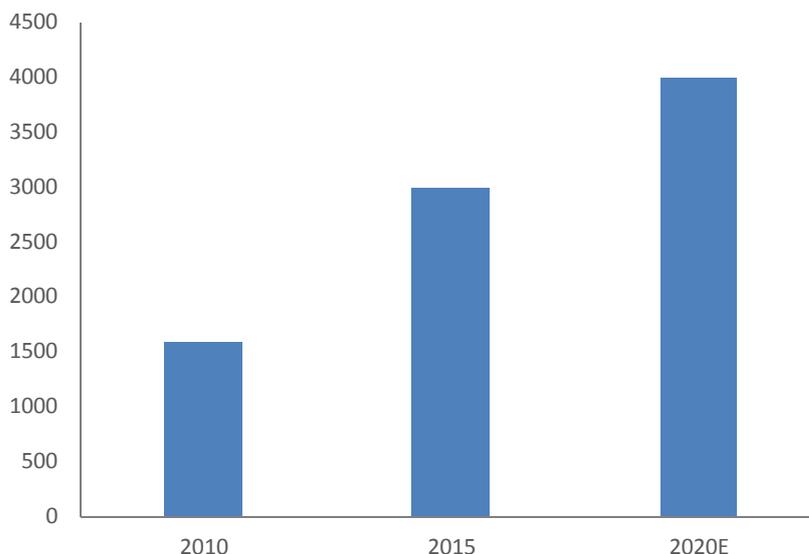


资料来源: 安泰科, 东兴证券研究所整理

我国铝加工行业将继续保持增长态势。2016 年我国铝加工材的实际产量为 3300 万

吨左右，较 2015 年增长了 10%。按照工信部有色金属工业发展“十三五”规划估算，2020 年铝材 4000 万吨的产量估算，2016-2020 年铝加工材产量的年均复合增长率将保持在 5.92%。

图 13 铝加工材产量（万吨）



资料来源：工信部，东兴证券研究所整理

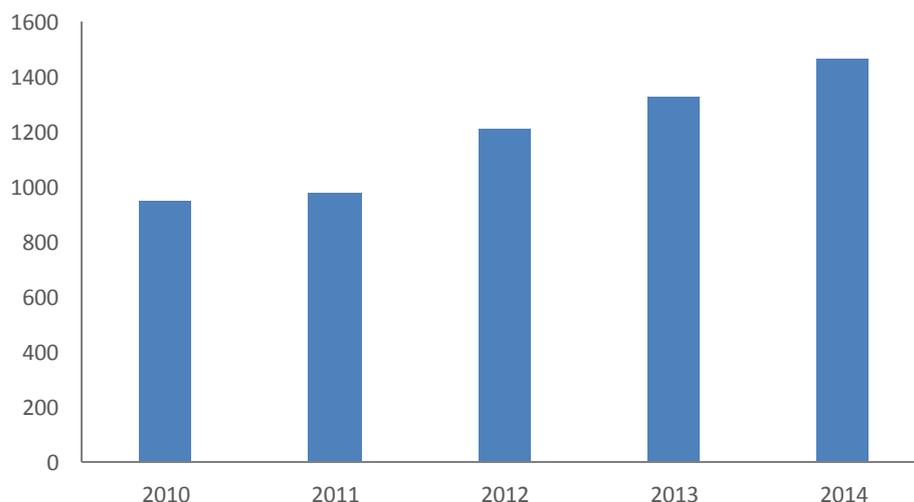
2010-2015 年，我国铝材产能结构不断优化，高端铝材占比持续扩大。2010 年，我国铝加工总产能约为 2055 万吨，当时加工的产能结构挤压材、平轧材和铝箔等产品比例约为 6:3:1，截止 2015 年末这一比例达到 5:3:2。

中国 2016/17 两年新增产能主要是汽车铝合金厚板和航空厚板和板带。2015 年中国平轧产品产能 1400 万吨，同比增加 12.2%（不含铝箔产量，含铝箔带坯），产能利用率 68%，比工业发达国家低 15%。

在铝挤压加工业方面，我国目前约有 700 家铝材挤压企业，铝挤压材总产量已从 2005 年的 357.90 万吨达到 2014 年的 1470 万吨，增幅达 310.61%。预计未来，

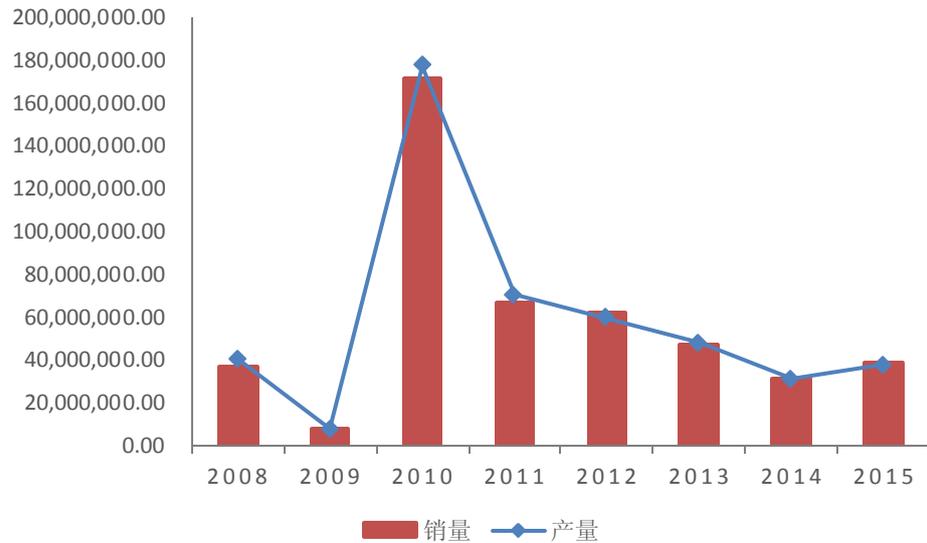
随着我国工业的不断发展,传统工业领域和高端装备制造业对工业用铝材需求的不断扩大,我国工业用铝材的产能和产量将不断突破新高,同时,消费量也将快速增长,并且中高端铝材产品将成为市场消费的主要增长点。

图 14 铝挤压材呈平稳增长



资料来源:中国有色工业年鉴,东兴证券研究所整理

伴随包装,电子领域用箔的增长,铝箔产能将进一步扩大。根据安泰科数据,2015年全球铝箔产量铝箔生产能力411万吨/年,同比增长6.8%,增速下滑3.2%。中国目前拥有2000mm的宽幅轧机35台,几乎能够生产所有品种、规格和各种用途的铝箔产品。

**图 15 中国铝箔产销情况（千克）**


资料来源：wind，东兴证券研究所整理

### 3.3 受政策利好刺激，高端铝材行业腾飞在即

高性能、高附加值铝材和深加工产业，以及先进的同位素分离技术开发与设备制造是国家行业政策鼓励和支持发展的行业，未来发展前景良好。

**表 1 行业政策**

序号	法律法规名称	发布机构	生效日期
1	关于加快铝工业结构调整指导意见的通知	国家发改委等 9 部委	2006 . 04
2	有色金属工业中长期科技发展规划	中国有色金属工业协会	2006 . 05
3	关于遏制铝冶炼投资反弹的紧急通知	国家发改委	2007 . 04
4	铝行业准入条件	国家发改委	2007 . 10
5	国家重点支持的高新技术领域	科技部等 3 部委	2008 . 04

6	有色金属产业调整和振兴规划	国务院	2009 . 05
7	黑龙江省新材料产业发展规划	黑龙江省政府	2009 . 12
8	产业结构调整指导目录（2011 年本）	国家发改委	2011 . 03
9	当前优先发展的高技术产业化重点领域指南	国家发改委、科技部等 5 部委	2011 . 06
10	有色金属工业“十二五”发展规划	工业和信息化部	2011 . 12
11	铝工业“十二五”发展专项规划	工业和信息化部	2011 . 12
12	新材料产业“十二五”发展规划	国家发改委	2012 . 01

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所整理

## 4. 在供需不平衡的背景下，下游核能（电）行业前景广阔

### 4.1 铝在核燃料用材中优势明显

作为核燃料加工设备领域一家重要的研发配套单位，公司所涉及的领域具有很高的准入壁垒和技术壁垒，细分行业外的铝加工企业很难成为该领域的合格供应商，所以相比较于细分行业外的企业，公司具备很强的行业先入优势。

核燃料加工技术工艺复杂，因此需要研究、设计和制造专用设备。目前，能够作为专用设备的材料包括铝材、钢材和铜材等，其各自的优劣势不尽相同。

表 2 核燃料材料优劣对比情况

产品种类	优势	劣势	价格区间	相互替代性分析

铝材	密度低、比强度高、易加工、综合性能好，利于轻量化和节能	与钢材比强度较低、价格较贵	价格适中	近年来，国际铜价始终比铝价高出 1-3 倍以上，铝材在电力、电线行业对铜制品形成了有力替代，在航空航天等高端领域得到广泛应用
钢材	密度大、硬度强度高、易加工、价格较低	密度大、不利于轻量化和节能、易腐蚀	价格较低	铝材具有的质轻、比强度高、导热导电性能较好等优良特性决定了用铝代钢的趋势。由于强度高、产量大、价格相对便宜，在普通工业产品上应用仍然广泛，但在诸多领域逐渐被铝合金取代。
铜材	加工性能好、耐腐蚀、便于回收利用	密度较大、强度中等、价格较高	价格较高	依靠优异的导热、导电性能，铜材被广泛应用于电线电缆、散热器等行业，但其产量较低、价格较高，应用不及钢材广泛。

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所整理

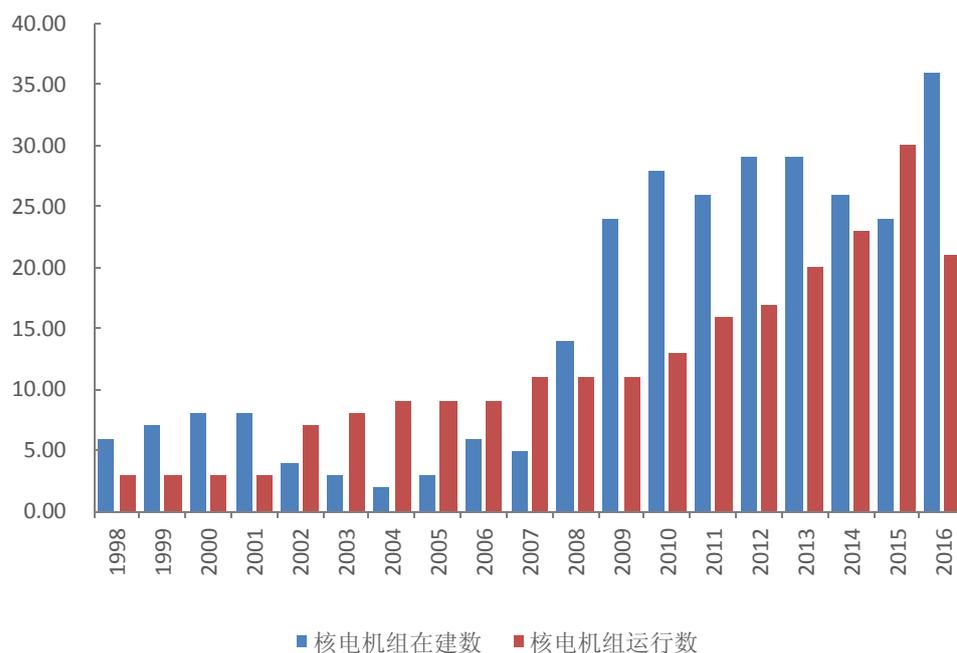
相比较于钢材和铜材，铝合金材料具有密度低、比强度高、导热导电性能较好、易加工、综合性能好、有利于轻量化和节能、便于回收再利用等特点，更适宜于作为专用设备的制造材料。

#### 4.2 发展核电大势所趋

在全球能源紧缺背景下，世界各国都在大力发展核电能源，我国核电发展战略也由“适度发展”提升到“积极发展”。“十二五”期间，我国核工业成果丰硕，在建核电机组规模世界第一，总装机规模位居世界第四。核电已成为“中国制造”和“走出去”战略在海外

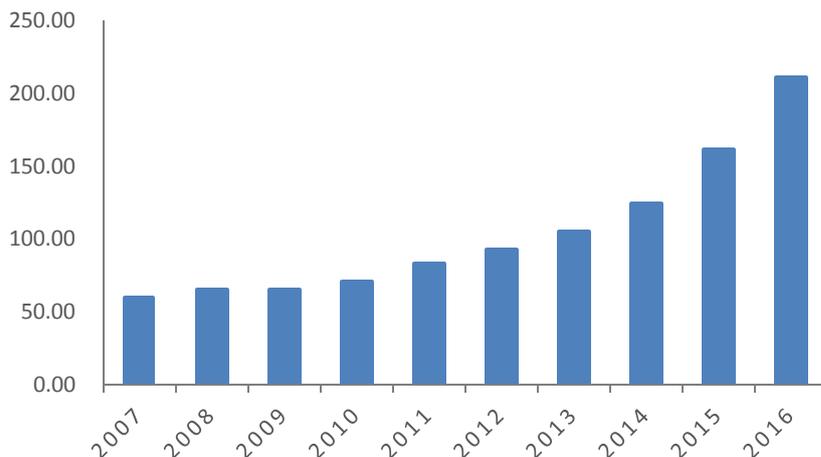
最为重要的又一张名片。《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》提出，加快发展安全核电，到 2020 年核电装机规模达到 5800 万千瓦，在建规模达到 3000 万千瓦，形成国际先进的集技术开发、设计、装备制造、运营服务于一体的核电全产业链发展能力，中国核电建设正进入全新时代。

图 16 中国核电机组在建数和运行数



资料来源：wind，东兴证券研究所整理

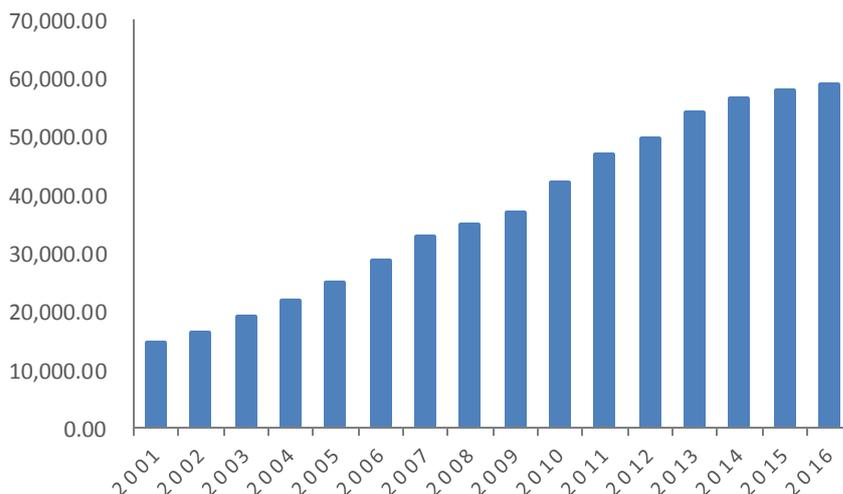
图 17 中国核电发电量 (十亿千瓦时)



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所整理

目前我国核电在发电总量中的比重还较低,仅占3%左右,规划2020年占比达到5%,仍远低于全球11%的平均水平,安全高效核电发展空间巨大。伴随我国具有完全自主知识产权的三代百万千瓦级核电技术“华龙一号”持续走出国门,配合国家“一带一路”战略,每出口一台核电机组加上后续的供应燃料、运行支持等,整个机组全寿命周期大约可以实现1000亿左右的价值。

图 18 中国地区发电量呈现稳步上升趋势 (亿千瓦时)



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所整理

核电的发展将有力地带动核电设备产业的迅速发展,目前我国核电站总体国产化率约为 50%-60%,规划到 2020 年国产化率大于 80%。未来 10 年,我国核电总投资规模将高达 1 万亿元,其中国内核电设备制造商将分享 3200 多亿元的市场。

中国核电工业走过了 30 年。在此期间,法国核电发电量占到了其国内总发电量的 78%,日本占比 30%,但中国核电仅占 2%,这表明中国发展核电的空间很大。因为根据《中国核电产业发展规划》,到 2020 年核电总装机容量要达到 4000 万千瓦,在建 1800 万千瓦。在“十三五”期间,据业内人士估计核电建设总投资近 5000 亿元;其中,在核电运行产生的乏燃料处理环节,以每吨处理成本 167 万元计算,将催生出 100 亿元的市场空间。

#### 4.3 政策刺激给核电行业带来无限想象空间

核电工业作为先进能源产业受到国家大力支持。国家对核电、核电设备、核电燃料生产及核电燃料设备生产制造等领域给予了明确鼓励和支持,因此核电行业将在较长时期内保持较高的发展势头。

表 3 核电行业方面的政策

时间	政策文件	政策主要内容
2013.01	《能源发展“十二五”规划》	安全高效发展核电,到 2015 年,运行核电装机达到 4000 万千瓦,在建规模 1800 万千瓦
2013.03	《关于 2012 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2013 年国民经济和	强调进一步完善水电、核电价格形成机制

	《社会发展计划的决议》	
2013.05	《关于 2013 年深化经济体制改革重点工作工作的意见》	完善煤电价格联动机制和水电、核电上网价格形成机制
2013.06	《国家发改委关于完善核电上网电价机制有关问题的通知》	对新建核电机组实行标杆上网电价政策，核定全国核电标杆上网电价为每千瓦时 0.43 元
2013.08	发改委关于加大工作力度确保实现 2013 年节能减排目标任务的通知	调整优化能源结构，在确保安全的基础上开工建设核电 335 万千瓦
2013.09	《国务院关于印发大气污染防治行动计划通知》	安全高效发展核电，到 2017 年，运行核电机组装机容量达到 5000 万千瓦
2014.01	《2014 年能源工作指导意见》	新增核电装机 864 万千瓦，适时启动核电重点项目审批，稳步推进沿海地区核电建设，做好内陆地区核电厂址保护。
2014.04	--	李克强总理提出要“适时在东部沿海地区启动新的核电站”

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所整理

在我国核电行业持续增长的大背景下，专用设备用铝合金材料作为专用设备的主要构成材料也将面临良好发展机遇。铝合金材料在专用设备的材料构成中约占 80%，这就直接带动了我国专用设备用铝合金材料制造业的发展。根据我国核电发展规划和客户生产计划测算，目前预测 10 年内市场空间为 8~10 亿元/年，10 年后市场空间将达到 16~20 亿元/年。

## 5. 业绩预测及估值

公司是国内三大核燃料加工专用设备铝合金材料的供应商之一，专业从事高性能铝合金材料及加工产品的研发、生产和销售，主要为核燃料加工专用设备提供高性能铝合金材料和机加工零部件。

从最近几年来看，我国铝加工行业将继续保持增长态势。2016 年我国铝加工材的实际产量为 3300 万吨左右，较 2015 年增长了 10%。按照工信部有色金属工业发展“十三五”规划估算，2020 年铝材 4000 万吨的产量估算，2016-2020 年铝加工材产量的年均复合增长率将保持在 5.92%。铝加工行业的稳定增长为公司扩展业务提供良机。

我们认为，核电主要在未来几年会进入新的需求增长期，非核类业务将开拓更大的市场空间，预计公司 2017-2019 年收入分别为 2.05 亿、3.08 亿、4.19 亿，净利润分别为 0.23 亿、0.37 亿、0.52 亿，对应 EPS 分别为 0.26、0.41、0.57 元，对应 PE 分别为 34 倍、28 倍、22 倍，首次推荐给予“强烈推荐”评级。

## 6. 主要风险

1. 客户集中风险
2. 核电行业政策变更风险
3. 原材料价格波动的风险



利润表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	增长率%	2018E	增长率%	2019E	增长率%
营业收入	129.18	137.69	205.50	49.25%	308.25	50.00%	418.95	35.91%
营业成本	74.93	89.56	136.47	52.37%	204.71	50.00%	278.02	35.81%
营业费用	3.04	2.77	4.14	49.25%	6.21	50.00%	8.44	35.91%
管理费用	21.78	21.94	32.75	49.25%	49.12	50.00%	66.77	35.91%
财务费用	2.29	2.18	1.64	-24.96%	0.31	-80.96%	(0.03)	N/A
投资收益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	26.04	17.83	27.48	54.07%	43.86	59.63%	60.63	38.23%
利润总额	35.17	37.09	27.48	-25.92%	43.86	59.63%	60.63	38.23%
所得税	6.10	5.76	4.12	-28.40%	6.58	59.63%	9.09	38.23%
净利润	29.06	31.34	23.36	-25.47%	37.28	59.63%	51.54	38.23%
归属母公司所有者的净利润	29.06	31.34	23.36	-25.47%	37.28	59.63%	51.54	38.23%
NOPLAT	23.41	16.91	24.75	46.35%	37.55	51.72%	51.51	37.18%
资产负债表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	增长率%	2018E	增长率%	2019E	增长率%
货币资金	61.12	38.61	93.80	142.93%	123.82	32.00%	162.91	31.58%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	38.74	50.46	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
预付款项	1.35	11.21	12.58	12.17%	14.63	16.27%	17.41	19.01%
存货	51.36	83.62	112.17	34.13%	168.25	50.00%	228.51	35.81%
流动资产合计	153.38	198.38	234.30	18.10%	326.81	39.48%	433.64	32.69%
非流动资产	426.01	428.23	384.75	-10.15%	357.52	-7.08%	330.29	-7.62%
资产总计	579.39	626.61	619.05	-1.21%	684.33	10.55%	763.94	11.63%
短期借款	0.00	30.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	29.23	14.50	21.80	50.29%	32.69	50.00%	44.40	35.81%
预收款项	0.34	0.53	1.19	124.40%	2.17	83.16%	3.51	61.71%
流动负债合计	59.58	99.65	83.13	-16.59%	118.58	42.65%	156.96	32.36%
非流动负债	88.41	69.90	20.00	-71.39%	20.00	0.00%	20.00	0.00%

少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	431.39	457.06	475.74	4.09%	505.57	6.27%	546.80	8.15%
净营运资本	93.79	98.73	151.17	53.12%	208.23	37.74%	276.69	32.88%
投入资本 IC	407.07	485.25	401.94	-17.17%	401.75	-0.05%	403.88	0.53%
<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>增长率%</b>	<b>2018E</b>	<b>增长率%</b>	<b>2019E</b>	<b>增长率%</b>
净利润	29.06	31.34	23.36	-25.47%	37.28	59.63%	51.54	38.23%
折旧摊销	6.99	13.21	0.00	N/A	27.23	N/A	27.23	0.00%
净营运资金增加	73.09	4.94	52.44	962.59%	57.06	8.80%	68.46	19.99%
经营活动产生现金流	16.51	(12.59)	109.40	N/A	38.79	-64.55%	50.37	29.86%
投资活动产生现金流	(49.22)	(32.53)	(1.00)	N/A	(1.00)	N/A	(1.00)	N/A
融资活动产生现金流	45.08	20.85	(53.22)	N/A	(7.77)	N/A	(10.27)	N/A
现金净增（减）	12.37	(24.27)	55.19	N/A	30.02	-45.60%	39.10	30.24%

## 分析师简介

### 林阳

中国社科院经济学硕士，有色金属行业首席分析师，研究所上海团队负责人。

## 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。