

签订框架协议，军工业务推进进入新阶段

公司简报

◆与昌力科技签订投资框架协议，拓展军工业务

公司与江苏昌力科技发展有限公司签订了《投资框架协议》，公司有意向对昌力科技进行投资。待审计机构完成昌力科技2017年7月31日财务报告后，公司将继续推进本项投资事宜。我们预计在今年年底前，此项投资将会完成最终投资条款。

◆昌力科技军工业务壁垒高，军用产品占比95%

江苏昌力科技发展有限公司是一家国内开发生产高精密冷拔无缝钢管的企业，主营阻尼缓冲减震系统、大型发射筒体、作动筒、车用天然气管、液压油缸、精密液压冷拔机组等产品。承担并完成了国家国防科研配套等项目。公司1998年开始接触军工业务，2008年开始批量生产军工产品。前不久，刚刚完成了又一个军工项目生产的超大矩形器材的项目验收，该项目属于国家十二五规划一项超高难度的科研项目，公司花了4年时间研制。此外，公司的油气混合高速缓冲器，可以达到每秒90米的响应速度，在军用、民用市场颇受欢迎。目前公司军工产品占95%比例。

◆昌力科技业绩高速增长

公司与丰年资本在互惠互利的基础上，深入合作。丰年资本拥有昌力科技的控股权，约占昌力科技股份66%，有助于泰胜风能顺利完成此次项目的投资。据公告显示，昌力科技近两年业绩增长迅速，16年全年营收5224万元，净利润1298万元，今年上半年营收和净利润皆超过去年全年，达到8202万元和2751万元，并且军工行业的高壁垒保证了盈利水平，昌力科技上半年净利率达到33.5%的高位水平。

◆弃风率改善，风塔主业平稳增长，维持“买入”评级，目标价10.08元

国内弃风率逐渐改善，风电投资逐步回升，公司主业今年有望平稳增长，若军工转型成功公司将实现双核发展。我们维持公司现有主业2017-2019年净利润分别为2.81/3.51/3.92亿元，对应EPS为0.39/0.48/0.54元，维持“买入”评价，目标价10.08元，对应2017年PE为26倍。

◆风险提示：

国内风电投资大幅下降；军工项目投资进度不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,597	1,506	1,692	1,897	2,041
营业收入增长率	11.04%	-5.72%	12.37%	12.10%	7.63%
净利润(百万元)	169	219	281	351	392
净利润增长率	74.53%	29.34%	28.43%	24.82%	11.71%
EPS(元)	0.23	0.30	0.39	0.48	0.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.63%	10.19%	11.98%	13.29%	13.23%
P/E	34	26	20	16	15
P/B	3	3	2	2	2

买入(维持)

当前价/目标价：7.83/10.08元

目标期限：6个月

分析师

韩晨(执业证书编号：S0930517060001)

021-22169078

hanchen@ebscn.com

刘锐(执业证书编号：S0930517030002)

021-22169116

liur@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：7.27

总市值(亿元)：56.93

一年最低/最高(元)：6.65/9.15

近3月换手率：36.23%

股价表现(一年)



收益表现

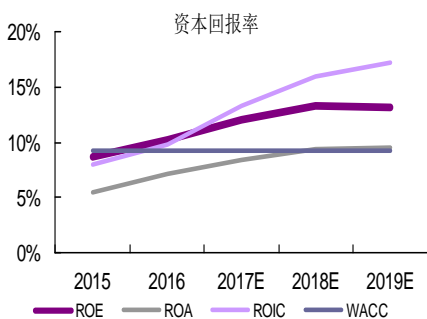
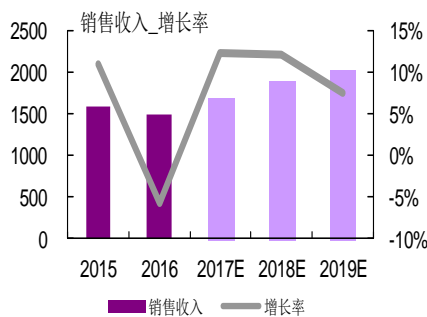
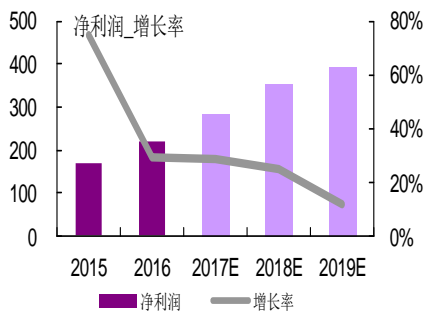
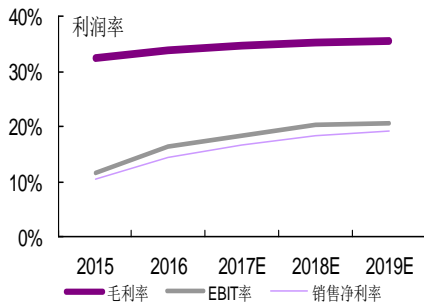
%	一个月	三个月	十二个月
相对	5.71	0.70	-12.64
绝对	8.75	8.91	5.18

相关研报

业绩符合预期，海上、海外业务占比提高
.....2017-08-18

业绩符合预期，静待军工业务发展
.....2017-04-26

风塔主业稳健发展，与丰年深度合作发展
军工
.....2016-12-17



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,597	1,506	1,692	1,897	2,041
营业成本	1,078	994	1,104	1,228	1,317
折旧和摊销	63	67	96	99	101
营业税费	9	14	17	19	20
销售费用	78	61	76	85	89
管理费用	164	136	159	181	190
财务费用	-4	-1	-7	-17	-26
公允价值变动损益	-2	2	0	0	0
投资收益	9	8	6	8	7
营业利润	195	257	326	408	456
利润总额	199	261	331	414	464
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	169.41	219.11	281.40	351.25	392.36

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	3,110	3,054	3,347	3,744	4,145
流动资产	2,095	1,999	2,395	2,840	3,291
货币资金	243	269	598	885	1,202
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	715	725	873	946	1,018
应收票据	144	178	34	38	41
其他应收款	23	16	22	23	22
存货	577	443	499	573	628
可供出售投资	0	20	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	1	1	2
固定资产	663	665	632	595	555
无形资产	255	261	248	236	224
总负债	1,147	904	998	1,100	1,179
无息负债	1,142	899	998	1,100	1,179
有息负债	5	5	0	0	0
股东权益	1,963	2,150	2,349	2,644	2,966
股本	734	732	727	727	727
公积金	730	740	737	772	812
未分配利润	518	693	899	1,159	1,442
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	62	189	434	369	405
净利润	169	219	281	351	392
折旧摊销	63	67	96	99	101
净营运资金增加	563	103	-11	87	77
其他	-733	-201	68	-168	-165
投资活动产生现金流	-275	-97	-24	-43	-43
净资本支出	-77	-92	-50	-50	-50
长期投资变化	0	0	-1	-1	-1
其他资产变化	-199	-4	26	8	7
融资活动现金流	103	-37	-81	-40	-45
股本变化	410	-2	-4	0	0
债务净变化	-5	0	-5	0	0
无息负债变化	94	-243	99	102	79
净现金流	-110	55	329	286	317

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	11.04%	-5.72%	12.37%	12.10%	7.63%
净利润增长率	74.53%	29.34%	28.43%	24.82%	11.71%
EBITDA/EBITDA 增长率	36.62%	26.82%	31.01%	18.01%	8.63%
EBIT/EBIT 增长率	46.05%	33.60%	27.51%	22.81%	10.24%
估值指标					
PE	34	26	20	16	15
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	23	18	13	11	9
EV/EBIT	31	23	17	13	11
EV/NOPLAT	37	28	20	16	13
EV/Sales	4	4	3	3	2
EV/IC	3	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	32.51%	33.98%	34.75%	35.27%	35.50%
EBITDA 率	15.42%	20.74%	24.18%	25.45%	25.69%
EBIT 率	11.49%	16.29%	18.48%	20.24%	20.73%
税前净利润率	12.45%	17.30%	19.56%	21.85%	22.71%
税后净利润率 (归属母公司)	10.61%	14.55%	16.63%	18.52%	19.22%
ROA	5.44%	7.17%	8.41%	9.38%	9.47%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.63%	10.19%	11.98%	13.29%	13.23%
经营性 ROIC	8.03%	9.86%	13.26%	15.94%	17.32%
偿债能力					
流动比率	1.87	2.28	2.45	2.63	2.84
速动比率	1.36	1.77	1.94	2.10	2.30
归属母公司权益/有息债务	392.55	429.97	-	-	-
有形资产/有息债务	558.68	545.20	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.23	0.30	0.39	0.48	0.54
每股红利	0.05	0.07	0.08	0.10	0.11
每股经营现金流	0.09	0.26	0.60	0.51	0.56
每股自由现金流(FCFF)	-0.46	0.18	0.48	0.39	0.46
每股净资产	2.70	2.96	3.23	3.64	4.08
每股销售收入	2.20	2.07	2.33	2.61	2.81

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

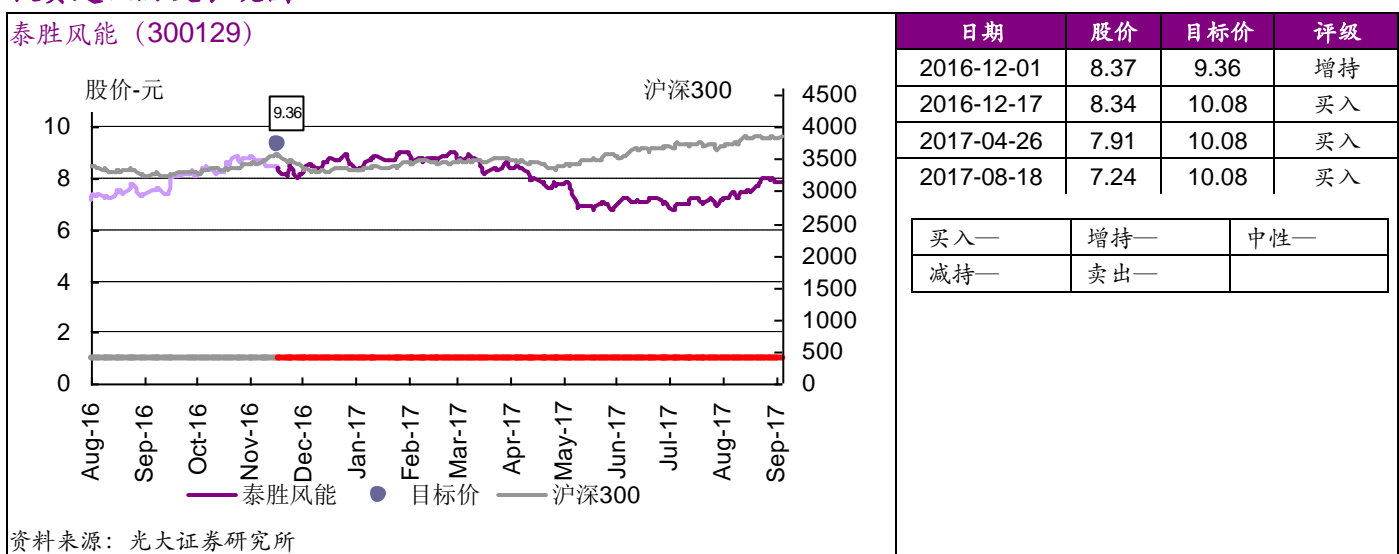
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

韩晨，同济大学工学硕士，CFA。7年电力及新能源行业咨询经验，对行业有着深刻理解，洞悉电力及新能源行业趋势变化，善于基本面分析，2016年加盟光大证券，负责电力设备与新能源行业研究。

刘锐，清华大学电机系博士，实业（国家电网公司中国电力科学研究院，负责电力设备研究和行业管理）和券商（电力设备与新能源行业研究）累计9年的工作经验，2015年加盟光大证券，负责电力设备与新能源行业研究。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
北京	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebsecn.com
深圳	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com

	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com