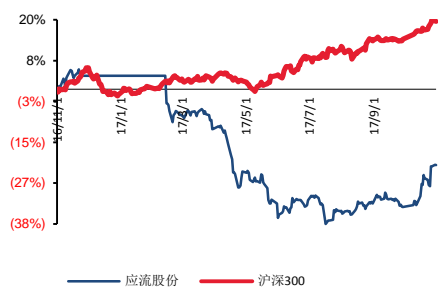


工业 资本货物

叶片通过验证，朝战略目标坚定迈进

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	434/400
总市值/流通(百万元)	7,166/6,608
12个月最高/最低(元)	22.30/13.01

相关研究报告:

应流股份(603308)《应流股份(603308): 2016 业绩承压, 致力于核电、航空进口替代》
--2017/04/28

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517040001

证券分析师: 周涛

电话: 010-88321940

E-MAIL: zhoutao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115100015

证券分析师: 刘瑜

电话: 010-88695233

E-MAIL: liuyubj@tpyzq.com

事件: 公司官方微信公众号转发上海证券报专访, 称公司某型号航空发动机叶片通过性能测试, 经过配套试验中, 明年有望批量生产; 且 18 个月研制出定向晶涡轮叶片并通过燃气轮机公司的鉴定和验收。

点评: 1、航空发动机及燃机叶片属于资金密集型和技术密集型行业, 公司从 2010 年开始布局, 前端高温合金及 2016 年定增的后端加工生产线共投入资金 10 亿元左右, 虽然目前依然有较大资金压力(截至 2017Q3, 公司有短期借款 26.61 亿元, 长期借款 4.89 亿元, 近年年均财务费用都在 1 亿元左右), 但公司投入得还是很坚定, 足见公司的战略决心; 2、公司给 GE 重型燃机开发的等轴晶、定向晶叶片已经通过验证, 正在小批量检验过程中, 有望在 2018-2019 年放量。目前 GE 的主要供应商 PCC 每年给其意大利工厂的供货金额在 11 亿美元左右, 如果公司能从中分得一杯羹, 公司业绩将有很大弹性。3、军品方面, 公司已有定型型号的产品通过性能测试, 2018 年随着产品逐渐放量, 收入有望得到较大提升。但考虑到军品叶片的高温合金材料基本只能从国内购买, 其性能和国际领先水平还有一定差距, 受此影响成产率可能会低于商业化产品, 从而影响产品毛利率。4、产能方面, 公司目前投产的已有 1 台单晶炉和 1 台大型热等静压设备, 另外还有 9 台单晶炉 2 台小型热等静压设备在调试、购买过程中, 预计将配合公司产品放量时机, 于 2018-2019 年陆续投产。

其他版块业务: 1、核电业务方面, 我们估计公司今年主泵泵壳能交付 10+个, 中子吸收材料和金属保温层大概能确认几千万左右收入; 明年随着新机组批复以及目前公司在手订单逐步确认, 收入体量有望进一步提升; 2、传统油气业务, 由于油价持续低迷, 预计基本维持稳定; 3、工矿业务, 主要客户是卡特彼勒, 受益工程机械行业回暖, 收入有较大增幅。

盈利预测及投资建议: 公司发展战略清晰, 一方面做产业链延伸(往核电后市场发展), 另一方面做附加值提升(从低端铸件向高端零部件发展, 这也是我国制造业升级, 工业强基的大方向)。公司目前仍然处于韬光养晦阶段, 但我们看好公司长期积累后的爆发弹性。我们预计, 公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.18 元、0.37 元和 0.60 元, 对应 PE 为 92 倍、47 倍和 28 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 公司航空发动机及燃机叶片进展不及预期, 核电产品订单确认进度低于预期的风险等。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1275.4	1300.00	1631.50	1970.82
增长率	-5.18	1.93%	25.50%	20.80%
归属母公司净利润(百万元)	54.68	80.18	158.59	260.27
增长率	-27.10	46.63%	97.80%	64.11%
每股收益 EPS (元)	0.13	0.18	0.37	0.60
PE	1.88%	2.80%	5.30%	8.14%
PB	135	92	47	28

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1275.42	1300.00	1631.50	1970.82
营业成本	906.01	896.30	1111.31	1295.28
营业税金及附加	24.33	17.02	22.98	28.75
销售费用	45.47	46.80	52.21	55.18
管理费用	154.73	158.60	192.52	228.62
财务费用	93.90	101.23	88.57	88.63
资产减值损失	8.83	4.00	3.00	3.00
投资收益	2.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	44.53	76.05	160.91	271.36
其他非经营损益	12.19	12.14	12.41	12.28
利润总额	56.71	88.19	173.32	283.65
所得税	3.29	8.01	14.72	23.38
净利润	53.43	80.18	158.59	260.27
少数股东损益	-1.26	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	54.68	80.18	158.59	260.27
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	701.16	130.00	163.15	197.08
应收和预付款项	763.78	684.52	885.49	1072.79
存货	946.68	936.53	1161.20	1353.42
其他流动资产	59.24	60.38	75.78	91.54
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	3.21	3.21	3.21	3.21
固定资产和在建工程	3434.13	3120.19	2806.25	2492.31
无形资产和开发支出	315.55	279.59	243.62	207.65
其他非流动资产	170.62	168.91	167.20	165.49
资产总计	6394.36	5383.33	5505.90	5583.51
短期借款	2468.01	1683.02	1610.24	1425.36
应付和预收款项	240.18	278.87	337.40	389.46
长期借款	469.68	469.68	469.68	469.68
其他负债	374.48	90.21	96.26	101.45
负债合计	3552.35	2521.79	2513.58	2385.95
股本	433.75	433.75	433.75	433.75
资本公积	1568.57	1568.57	1568.57	1568.57
留存收益	720.62	781.82	912.60	1117.84
归属母公司股东权益	2764.61	2784.14	2914.92	3120.16
少数股东权益	77.40	77.40	77.40	77.40
股东权益合计	2842.01	2861.55	2992.32	3197.56
负债和股东权益合计	6394.36	5383.33	5505.90	5583.51
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	276.15	528.89	601.09	711.61
PE	134.93	92.02	46.52	28.35
PB	2.60	2.58	2.47	2.31
PS	5.78	5.68	4.52	3.74
EV/EBITDA	35.25	17.47	15.19	12.53

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	53.43	80.18	158.59	260.27
折旧与摊销	137.72	351.62	351.62	351.62
财务费用	93.90	101.23	88.57	88.63
资产减值损失	8.83	4.00	3.00	3.00
经营营运资本变动	-201.96	126.68	-376.45	-338.05
其他	-156.37	-4.00	-3.00	-3.00
经营活动现金流净额	-64.45	659.70	222.32	362.47
资本支出	-1146.2	0.00	0.00	0.00
其他	969.11	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-177.16	0.00	0.00	0.00
短期借款	517.03	-784.99	-72.78	-184.88
长期借款	95.86	0.00	0.00	0.00
股权融资	846.51	0.00	0.00	0.00
支付股利	-26.03	-18.97	-27.82	-55.03
其他	-1327.4	-426.89	-88.57	-88.63
筹资活动现金流净额	105.97	-1230.85	-189.17	-328.54
现金流量净额	-114.50	-571.16	33.15	33.93
财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	-5.18%	1.93%	25.50%	20.80%
营业利润增长率	-38.33%	70.79%	111.58%	68.65%
净利润增长率	-29.19%	50.07%	97.80%	64.11%
EBITDA 增长率	-4.95%	91.52%	13.65%	18.39%
获利能力				
毛利率	28.96%	31.05%	31.88%	34.28%
三费率	23.06%	23.59%	20.43%	18.90%
净利率	4.19%	6.17%	9.72%	13.21%
ROE	1.88%	2.80%	5.30%	8.14%
ROA	0.84%	1.49%	2.88%	4.66%
ROIC	2.85%	3.16%	4.67%	6.70%
EBITDA/销售收入	21.65%	40.68%	36.84%	36.11%
营运能力				
总资产周转率	0.23	0.22	0.30	0.36
固定资产周转率	0.51	0.45	0.63	0.86
应收账款周转率	2.12	2.11	2.45	2.37
存货周转率	0.96	0.95	1.06	1.03
销售商品提供劳务收	97.66%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	55.55%	46.84%	45.65%	42.73%
带息债务/总负债	82.70%	85.36%	82.75%	79.43%
流动比率	0.82	0.91	1.15	1.47
速动比率	0.51	0.44	0.57	0.74
每股指标				
每股收益	47.59%	23.66%	17.54%	21.14%
每股净资产	0.13	0.18	0.37	0.60
每股经营现金	6.55	6.60	6.90	7.37

资料来源: WIND, 太平洋证券

机械行业分析师介绍

刘国清，太平洋证券机械行业首席分析师，浙江大学管理专业硕士，从事高端装备等领域的行业研究工作，擅长产业链调研，尤其精通工业自动化相关板块。金融行业从业六年以上，代表作包括《机器人趋势》等。在进入金融行业之前，有八年的实业工作经历，曾经在工程机械和汽车等领域，从事过生产技术，市场与战略等方面的工作。

刘瑜，太平洋证券机械行业分析师，北京大学工学硕士，曾就职于西南证券研发中心，2017年6月加盟太平洋证券，善于通过行业及公司基本面发掘投资机会。

徐也，太平洋证券机械行业助理分析师，英国 Strathclyde 大学海上石油平台专业硕士，曾就职于西南证券研发中心，于2017年7月加盟太平洋证券。

钱建江，太平洋证券机械行业分析师，华中科技大学工学硕士，曾就职于国元证券研究中心，2017年7月加盟太平洋证券，善于自下而上把握投资机会。

曾博文，太平洋证券机械行业分析师，中山大学金融学硕士，曾就职于广证恒生证券研究中心，2017年9月加盟太平洋证券，善于从产业趋势把握投资机会。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyng@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。