

轨道交通、电力设备大型铸件民企龙头 未来将加快转型升级

投资要点:

- **主营轨道交通、电力设备大型铸钢件；轨交等铸件业绩占比过半**
公司主营重大技术装备配套大型铸钢件，业绩主要来源于轨道交通铸件和电力设备铸件。2015年公司其他铸件（轨道交通为主）收入占比50%，利润占比63%；电力设备铸件收入占比47%，利润占比32%。
- **轨道交通铸件供美国GE等著名跨国企业，研制能力实力雄厚**
公司自主设计了重型大马力内燃机车转向架的铸造工艺，从2013年起，每年产量占据了GET全球采购订单总量的50%以上，成为了GE几百家供货商中唯一能连续3年分别获得“新兴快速成长奖”、“最佳供应商奖”和“最佳质量奖”的公司。公司IPO投资项目后，产能得到了有效提高；同时，公司同GE轨道交通部签署了长期供货协议，使得公司新增轨道交通转向架产能得到了有效消化。
- **火电铸件受益火电升级，水电铸件经三峡项目检验，平稳增长**
公司超超临界耐热钢复杂大型铸件和大型汽轮机耐热钢缸体、阀体高端铸件，实现了以铸代锻，并替代进口。自主设计研发重型燃气轮机压缸和透平缸体，成为GE能源的关键供应商。国家关停小火电、鼓励大功率高效火电的产业政策，将促进下游主机厂商对大功率火电配套铸件的需求，使公司受益。
在水电产品方面，公司多年来为三峡总公司提供了大量可靠的水电转轮产品，成为唯一通过国务院三峡委认证的民营企业。据国务院编制的《可再生能源发展十二五规划》，至2020年我国水电装机容量至少要达到4.2亿千瓦，公司未来水电设备铸件市场空间依然十分广阔。
- **非公开发行：募资5亿元，已获一次反馈；未来将加快转型升级**
本次发行拟募集资金不超过5亿元，主要目的是实现产品升级，改善产品结构，主要募投项目为重大能源装备的关键部件智能制造加工项目。预计2016-2018年扣非业绩复合增长率超过30%，EPS为0.30/0.39/0.51元。公司市值较小，未来将加快转型升级，首次覆盖“谨慎推荐”。
- **风险提示：轨道交通GE大客户风险、转型升级低于预期**

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	421	421	463	598	750
营业收入增长率	5%	0%	9%	29%	25%
净利润（百万元）	56	55	61	79	102
净利润增长率	6%	-2%	10%	31%	31%
EPS（元）	0.75	0.55	0.3	0.39	0.51
P/E	54	72	68	52	40

资料来源：Wind，中国银河证券研究部，股价截至2016年9月6日

福鞍股份（603315.SH）

谨慎推荐 首次覆盖

王华君 机械军工行业首席分析师
☎：(8610) 66568477
✉：wanghuajun@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130513050002

贺泽安
☎：(0755) 23913136
✉：hezean@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130516080005

特此鸣谢
于文博
☎：(8610) 66568865
✉：yuwenbo@chinastock.com.cn

刘兰程
☎：(8610) 83571383
✉：liulancheng@chinastock.com.cn
对本报告编写提供的信息帮助

市场数据	时间 2016.9.6
A股收盘价(元)	20.55
A股一年内最高价(元)	56.98
A股一年内最低价(元)	18.41
上证指数	3090.71
市净率	6.36
总股本(亿股)	2.00
流通股本(亿股)	0.78
总市值(亿元)	41.10
流通A股市值(亿元)	16.00

相关研究

公司深度——通裕重工（300185）：大型锻件民企龙头；核废料智能处理设备、无人机通航打开成长空间
2016-6-13

公司深度——应流股份（603308）：高端装备关键零部件领先企业；航空核电产业链价值链双延伸
2016-5-4

一、主营轨道交通、电力设备大型铸钢件

公司主要从事重大技术装备配套大型铸钢件的研发、生产和销售，服务于发电设备、重型机械等重大技术装备制造业，拥有火电设备铸件、水电设备铸件、其他发电设备铸件（风电、潮汐发电等）、工程机械及轨道交通等其他铸件四大系列产品。公司是高新技术企业，拥有省级技术研发中心，始终致力于开发、研制、生产大型核心高技术含量的重型铸钢件，目前已成为世界装备制造领域大型铸钢件的优秀供货商。

福鞍股份的多项产品获得“中国国际铸件博览会金奖”，目前拥有 32 项专利技术以及多项核心工艺，1 项科学技术鉴定成果和 3 个火炬计划项目。公司成立了“辽宁福鞍铸钢产品研发中心”，下设冶炼工艺研究室、铸造工艺研究室、检测研究室和机加工工艺研究室，积累了丰富的铸造工艺设计和材料开发经验。

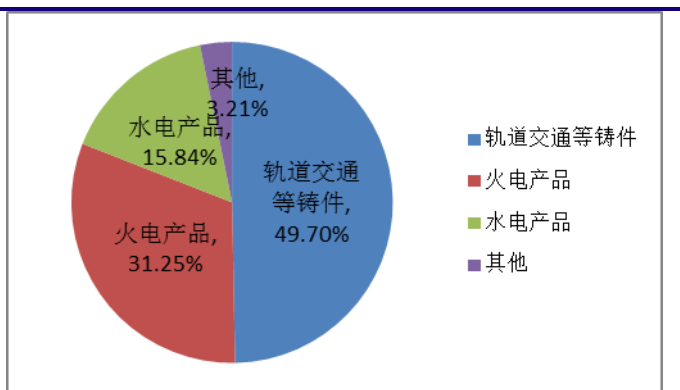
公司业绩主要来源于轨道交通铸件和电力设备铸件。2015 年公司其他铸件（轨道交通铸件为主）收入占比 49.70%，利润占比 63.27%；电力设备铸件收入占比 47.09%，利润占比 31.50%。公司 2016 年上半年实现收入 2.01 亿元，同比下降 4.93%，净利润 2747 万元，同比略增 0.16%，扣非净利增长 2.32%。

表 1: 公司主要产品及收入利润占比（2015 年年报数据）：轨交利润占比占 60%以上

产品用途分类	收入占比	利润占比	铸件名称
轨道交通等铸件	49.70%	63.27%	内燃机转向架等
火电产品	31.25%	24.55%	高/中压内、外汽缸；阀体/缸体；超超临界主汽调节阀；燃机排气缸、燃机透平缸等
水电产品	15.84%	6.95%	上冠、下环、转轮体、推力头、叶片、球阀阀体等

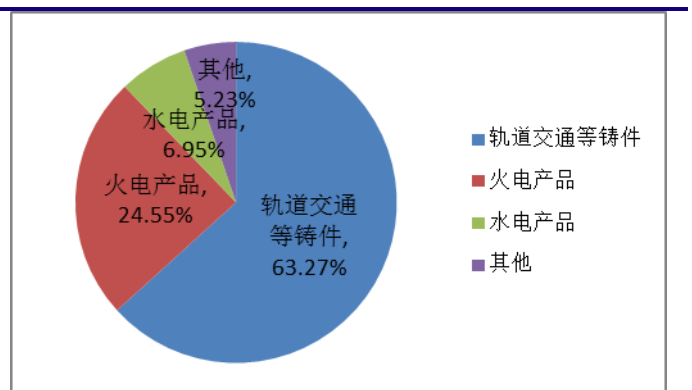
资料来源：公司 2015 年年报、中国银河证券研究部

图 1: 2015 年公司轨交等铸件收入占比约 50%



资料来源：公司官方网站，中国银河证券研究部

图 2: 2015 年公司轨交等铸件利润占比超过 60%



资料来源：公司官方网站，中国银河证券研究部

图 3: 公司部分合作伙伴



资料来源: 公司官方网站, 中国银河证券研究部

二、轨道交通铸件供美国 GE 等著名跨国企业

公司自主设计了重型大马力内燃机车转向架的铸造工艺, 从 2013 年起, 每年产量占据了 GET 全球采购订单总量的 50% 以上, 连续 2 年供货无缺陷反馈, 成为了 GE 几百家供货商中唯一能连续 3 年分别获得“新兴快速成长奖”、“最佳供应商奖”和“最佳质量奖”的公司。此产品荣获中国国际铸造博览会最高奖—特别金奖。

公司其他铸件产品以轨道交通转向架为主, 随着首次公开发行股票募集资金投资项目产能逐步释放, 公司轨道交通转向架的生产加工能力得到了有效提高; 与此同时, 公司同美国通用电气轨道交通部签署了长期供货协议, 使得公司新增轨道交通转向架产能得到了有效消化。

图 4: 公司出口 GE 交通的万吨级货运重型内燃机车转向架



资料来源: 公司官方网站, 中国银河证券研究部

图 5: 公司出口澳大利亚的客运机车 CS 转向架



资料来源: 公司官方网站, 中国银河证券研究部

三、火电产品受益火电升级, 水电产品经三峡项目检验

公司与中国科学院金属研究所共同研发成功了超超临界耐热钢复杂大型铸件和大型汽轮机耐热钢缸体、阀体高端铸件, 实现了以铸代锻, 并替代进口。公司自主研发的专利技术“一种用碱性酚醛树脂砂生产大型超临界铸钢件的方法”和“以铸代锻生产超超临界主汽调节阀的方法”主要用于实现火电设备改造、升级, 目前国内仅有少数企业掌握该技术。自主设计研发重型燃气轮机压排缸和透平缸体, 成为 GE 能源的关键供应商, 其中 9FB.05 压排缸是 GE 能源最新型的重型燃机, 全球首套放在福鞍试制, 并最终取得了成功, 此产品荣获中国国际铸造博览会最高奖—特别金奖。

图 6: 公司火电产品出口东芝、三菱、GE 能源等



东芝百万千瓦中压外缸

GE 能源 30 万千瓦高压外缸

GE 能源 20 寸阀



东芝超超临界内缸



三菱高压外缸



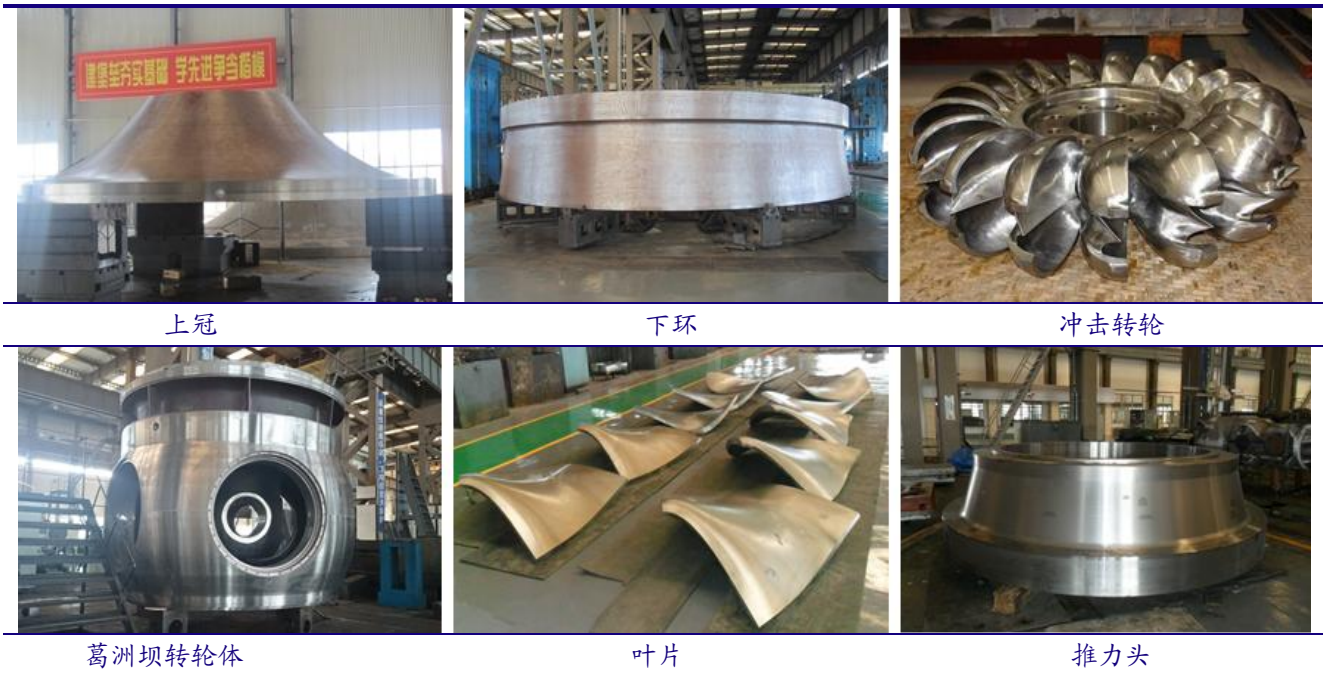
三菱高压外缸

资料来源：公司官方网站，中国银河证券研究部

在关停小火电的同时，国家鼓励在关停小火电地区实施“上大压小”政策，即关停老旧小火电的同时新建大功率、高效清洁火电机组。公司在火电配套铸件方面具备较强的技术优势，所产火电设备铸件主要配套大功率、高效清洁火电机组。因此，国家关停小火电、鼓励大功率高效火电的产业政策，将促进下游主机厂商对大功率火电配套铸件的需求，使公司受益。

公司在水电产品方面，研制成功了 70 万千瓦级水轮机叶片，多年来为三峡总公司提供了大量可靠的水电转轮产品。福鞍股份成为唯一通过国务院三峡委认证的民营企业。

图 7：公司水电产品销往阿尔斯通、哈电、福伊特等



资料来源：公司官方网站，中国银河证券研究部

根据国务院编制的《可再生能源发展十二五规划》，至 2020 年我国水电装机容量至少要达到 4.2 亿千瓦。未来 5 年内，我国水电建设仍将快速增长。2015 年 12 月 16 日，国务院常务会议核准了乌东德水电站项目，乌东德水电站是我国继三峡、溪洛渡水电站之后，中国的第三座千万级巨型水电站，规划分四级开发，开发装机总容量为 3.82 万兆瓦，年发电量约为 1700 亿千瓦时。随着我国大型水电项目的开工建设，公司未来水电设备铸件市场空间依然十分广阔。

四、本次非公开发行：募资 5 亿元，已获一次反馈

本次发行拟募集资金不超过 5 亿元，主要目的是实现产品升级，改善产品结构，主要募投项目为重大能源装备的关键部件智能制造加工项目。

表 2: 公司非公开发行募投项目

序号	项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入金额 (万元)
1	重大能源装备的关键部件智能制造加工项目	34,600.00	34,600.00
2	铸造旧砂处理及再生循环利用项目	3,500.00	3,500.00
3	补充流动资金	5,000.00	5,000.00
4	偿还银行贷款	6,900.00	6,900.00
合计		50,000.00	50,000.00

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

重大能源装备的关键部件智能制造加工项目主要包括: 超超临界火力发电汽轮机内缸、外缸, 超超临界火力发电热力系统阀体, 燃气轮机缸体, 风力发电机组轮毂与底座、水力发电机组叶片。

超超临界火电机组作为一种清洁高效的火力发电技术, 具有煤耗低、环保性能好、技术含量高的特点, 机组热效率能够达到 45% 左右。600MW 的超临界火电机组平均 1 度电的标准煤耗在 300 克/千瓦时左右, 比低效率高排放的小火电机组节省 150 克。

在燃气轮机方面, 本次募投公司将购置更为先进的生产、加工设备, 进一步加强现有 E 级和 F 级燃气轮机的生产能力; 同时试生产技术含量更高的 H 级重型燃气轮机配套关键零部件。

风电、水电方面, 公司大力发展风力发电和水力发电设备配套关键大型铸钢件符合国家减轻环境污染、调整能源结构等政策。

铸造旧砂处理及再生循环利用项目拟在公司现有砂处理车间的基础上, 建设一个碱酚旧砂处理及再生循环利用生产线装置工程, 建成后, 可年处理 12 万吨碱性酚醛树脂铸造旧砂, 年产 8 万吨背硅砂、2.8 万吨再生面硅砂、0.6 万吨特种砂。

五、投资建议: 未来将加快转型升级, 谨慎推荐

预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.30/0.39/0.51 元, PE 为 68/52/40 倍。公司市值较小, 未来将加快转型升级, 首次覆盖“谨慎推荐”。

六、风险提示

轨道交通 GE 大客户风险、转型升级低于预期。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王华君、贺泽安，机械与军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（1766.HK）、中航科工（2357.HK）等。

A 股：北方创业（600967.SH）、海特高新（002023.SZ）、威海广泰（002111.SZ）、中鼎股份（000887.SZ）、中航电子（600372.SH）、洪都航空（600316.SH）、隆华节能（300263.SH）、南风股份（300004.SZ）、航空动力（600893.SH）、三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、恒泰艾普（300257.SZ）、新天科技（300259.SZ）、林州重机（002534.SZ）、潍柴重机（000880.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn