



业绩修复预期强，军工新材料蓄势待发

——银邦股份（300337）

2017 年 01 月 09 日

推荐/首次

银邦股份

调研简报

报告摘要：

受益于募投项目、原铝价格和下游需求，公司 2016 年业绩大增：2016 年前三季度，公司营业总收入同比增长 8.97%，净利润同比增长 117.15%。

- ◆募投项目实现公司年产 20 万吨层压式金属复合材料，单吨成本同比降低 12%。募投项目增加的产能有效解决了长期制约公司发展的产能瓶颈问题。预计未来随着产品成材率上升，成本下降，产量将继续提升。
- ◆公司生产成本构成中铝材料比重占 80%左右，2016 年以来的铝价回升促进公司业绩回升。全球铝原料的价格出现显著回升，提高公司单位产品利润，并大幅减少原料跌价计提的负面影响，促成公司业绩反弹。
- ◆法雷奥拟与公司签订总金额约 20 亿元人民币的合同订单公司，每年约占到 2015 年营业收入水平的 28%-31%。法雷奥是公司前五大客户，拟给予公司 2017 年-2021 年每年采购金额 3.8-4.2 亿元人民币的合同订单。

公司在装甲车、船舶与海洋装备、军用车辆等领域与各方广泛合作，目前已获得军工四证，未来军工方面订单有望放量。公司未来最快有望为歼 20 项目供应 3D 打印机身零部件。军工产品毛利率高，将极大增厚公司业绩。

飞而康有望逐步实现盈亏平衡，其拥有医疗行业质量体系认证，3D 打印钛合金部件已通过国际适航认证并供货商飞，钛合金粉末产品有望供货空客，正在认证中。飞而康与中国商飞航空公司就中国自主研制的第二种大型客机 C919 进行合作，预计量产后将产生 1 个亿的收入。

公司盈利预测及投资评级。我们看好公司积极进行降本增效，毛利率有望逐步修复、高铁项目有望超预期，同时布局的军工产业和 3D 打印业务有望逐步供货，贡献收益。

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.04/0.23/0.35 元，对应 PE 分别为 250/45/29 倍，给予公司“推荐”评级。

风险提示：募投项目达产降本不及预期，军工新材料进展不及预期。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,428.71	1,360.71	1,694.00	2,218.00	3,105.00
增长率（%）	-9.01%	-4.76%	24.49%	30.93%	39.99%
净利润（百万元）	55.54	-186.95	33.67	187.13	287.01
增长率（%）	-26.47%	-435.82	-118.03	455.70%	53.38%
净资产收益率（%）	3.22%	-12.26%	2.18%	11.30%	15.69%
每股收益（元）	0.15	-0.23	0.04	0.23	0.35
PE	68.27	-45.05	249.94	44.98	29.32
PB	2.21	5.52	5.45	5.08	4.60

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

郑岗钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

联系人：刘岗

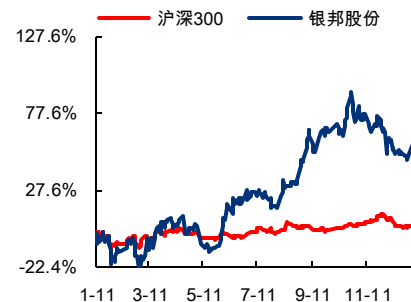
010-66554021

liugang@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	10.24-7.24
总市值（亿元）	84.16
流通市值（亿元）	72.51
总股本/流通 A 股（万股）	82192/70809
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.55

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 专注铝合金材料领域，军工和 3D 打印是未来增长点	3
2. 受益于募投项目、原铝价格和下游需求，2016 年业绩大增	4
2.1 募投项目贯通提高产能，降低成本，完善产品结构	5
2.2 原铝价格上涨拉动公司业绩	6
2.3 公司产品中的高铁应用有望超预期	7
3. 军工订单未来有望放量	8
4. 参股飞而康，3D 打印业务渐入佳境	9
5. 盈利预测及估值	11
6. 风险提示	11

表格目录

表 1: 主要产品销量（吨）和同比增长	4
表 2: 年产 20 万吨层压式金属复合材料扩建项目	5
表 3: 公司在各个行业的市场占有率	7
表 4: 公司盈利预测表	12

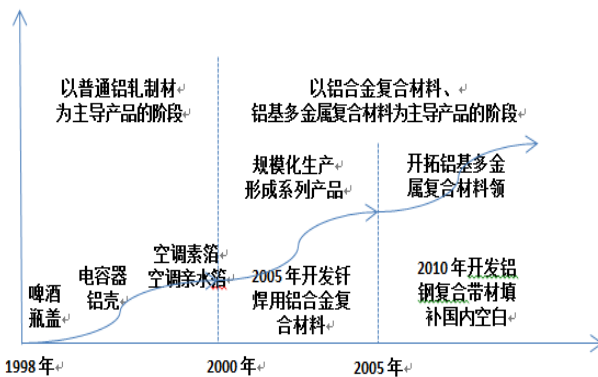
插图目录

图 1: 公司历史沿革	3
图 2: 公司在铝加工行业产业链中的位置	3
图 3: 公司股权结构	3
图 4: 公司产品结构	5
图 5: 2015 年以来的 SHFE 铝价和 LME 铝价	6
图 6: 上海有色市场铝锭现货月平均价	6
图 7: 公司出口金额及占营业收入比重	7
图 8: 2015 年以来美元兑人民币	7
图 9: 公司军工发展历程	8
图 10: 2012-2015 年全球和中国 3D 打印规模	9
图 11: 中国 3D 打印应用领域	9
图 12: 飞而康 2013-2015 年营业收入	9
图 13: 飞而康 2013-2015 年净利润	9
图 14: 钛合金粉末	10
图 15: C919	10
图 16: 3D 打印应用于生物医药 1	10
图 17: 3D 打印应用于生物医药 2	10

1. 专注铝合金材料领域，军工和 3D 打印是未来增长点

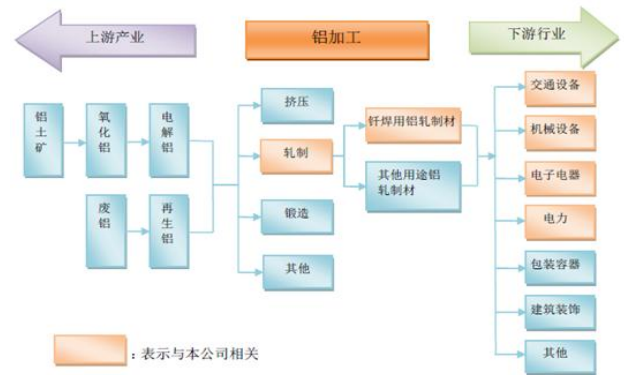
公司的主营业务是铝合金热传输材料和多金属复合材料。公司铝合金热传输材料分为复合和非复合材料，主要应用市场为汽车、电力行业、工程机械和家用电器等；多金属复合材料当前主要产品为铝钢复合材料和铝不锈钢复合材料，主要应用市场分别为电力行业和家电行业。公司是国内规模最大的钎焊用铝合金复合板带箔生产企业之一，也是国内唯一的电站空冷系统用铝钢复合带材的批量生产企业。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

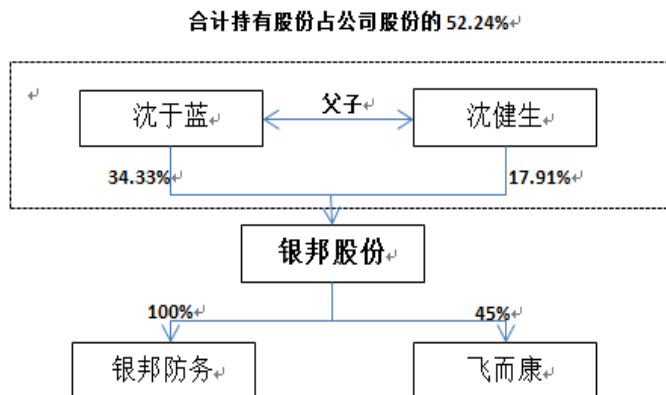
图 2：公司在铝加工行业产业链中的位置



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

军工和 3D 打印是公司未来增长点，银邦防务和飞而康是公司面向军工市场和 3D 打印的主要平台。2016 年 4 月，公司收购银邦精密剩余 5% 股权，并将其更名为银邦防务，进一步拓展和服务军工市场。公司 2012 年参股飞而康，推动国外高科技成果在国内转化和产业化进程。

图 3：公司股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

为进一步推进公司参与优质企业并购，公司实际控制人拟设立产业并购基金。2016年12月，公司控股股东沈健生和沈于蓝参与发起设立产业并购基金，此次设立有助于公司成功并购优质项目，消除和化解并购项目前期的财务风险、税收及法律等各种风险，实现公司快速发展。

2. 受益于募投项目、原铝价格和下游需求，2016 年业绩大增

公司前三季度业绩大增。截至 2016 年第三季度，公司实现营业总收入 11.3 亿，同比增长 8.97%，其中主营业务收入同比增长 9.06%，实现净利润 1034.4 万，同比增长 117.15%。

表 1：主要产品销量（吨）和同比增长

	铝合金	同比	铝钢复合材料	同比	多金属复合材料	同比
三季度	17400	28%	4812	44.84%	261	40%
截至三季度	54400	21%	11100	83%	742	122%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

募投项目贡献产能、原铝价格上升和下游需求增长改善公司盈利能力。公司于 2015 年出现全年度亏损，主要因为在新生产线转固新增大量折旧、调试和工艺摸索过程中

成品率大幅下降，导致产品成本大幅升高的同时，产品销售量和售价下降。2016 年随着公司产能的释放和产品结构的改善，公司扭亏为盈。

2.1 募投项目贯通提高产能，降低成本，完善产品结构

募投项目实现公司年产 20 万吨层压式金属复合材料，有效解决长期制约公司发展的产能瓶颈问题。2015 年该项目基本实现了全线贯通，公司产能和设备能力得到了大幅提高，有利于进一步完善公司产品结构，强化公司在铝合金复合材料领域的竞争优势。

表 2：年产 20 万吨层压式金属复合材料扩建项目

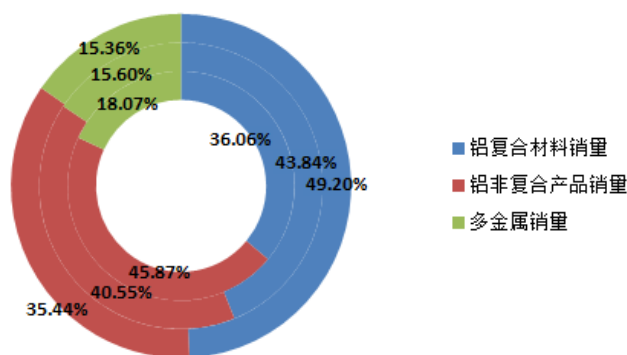
项目	原有产能（万吨）	新增产能（万吨）	募投产能（万吨）
年产铝合金复合材料 10 万吨	3.5	6.5	10
年产铝基多金属复合材料 5 万吨	2	3	5
年产铝合金非复合材料 5 万吨	2	3	5

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

随着募投项目新机器设备调试的基本结束，产品成本下降，2016 年上半年，公司整体成材率同期提高 6.5%，产品单吨成本同比降低 12%。预计未来随着产品成材率进一步回归正常水平，公司产量将继续提升，带动业绩持续好转，募投项目对公司产品和业绩的提升作用显现。

铝产品中复合材料的比率提高，其高毛利率提升公司总体毛利率。铝合金非复合材料主要用于汽车及工程机械的热交换器，加工费少，毛利率低；铝钢复合带和铝合金复合材料是空冷电站核心部件的关键材料，毛利率高达 20%-30%，目前已完全挤占国内市场，实现进口替代。公司产品结构的改善会提升总体毛利率。

图 4：公司产品结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

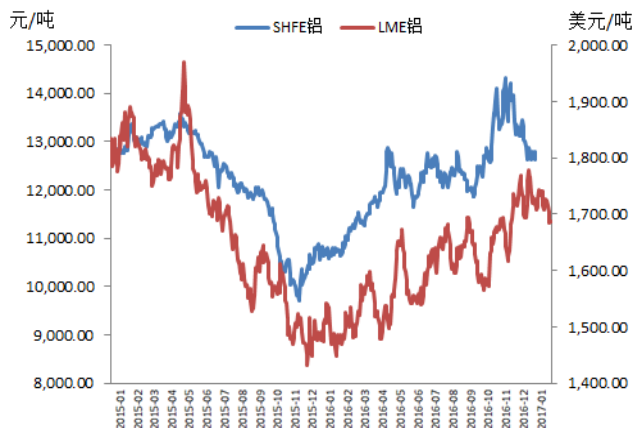
2.2 原铝价格上涨拉动公司业绩

公司生产成本构成中铝材料比重占 80%左右，公司产品主要采用“基准铝价+加工费”的定价方式，铝锭价格变动影响公司利润。国内销售的基准铝价某一段时期上海长江现货市场铝锭平均价格，出口销售的基准铝价为发货日上一个月的伦敦金属交易所市场现货铝锭平均价格。

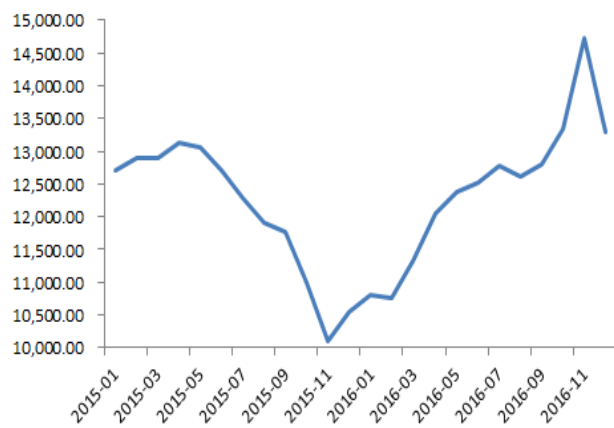
2016 年以来的铝价回升促进公司业绩回升。2016 年年初以来，全球铝原料的价格出现显著回升，一方面由于原材料提前采购，“基准铝价+加工费”的定价方式将提高公司单位产品利润；另一方面，铝价上升将大幅减少公司原料跌价计提为盈利能力带来的负面影响，促成公司业绩反弹。从铝价历史走势来看，当前铝价处在历史平均水平，预计未来仍可持续。

图 5：2015 年以来的 SHFE 铝价和 LME 铝价

图 6：上海有色市场铝锭现货月平均价



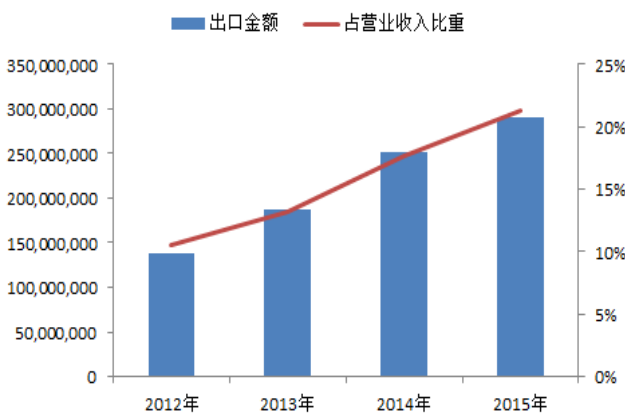
资料来源：Wind，东兴证券研究所



资料来源：Wind，东兴证券研究所

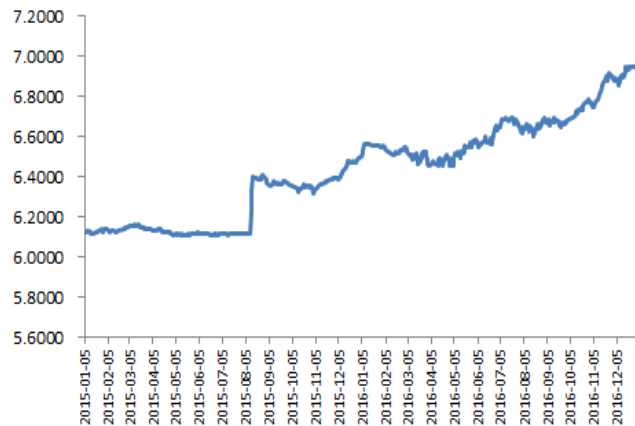
人民币贬值趋势改善公司出口产品的毛利率水平。近年来，公司出口金额逐年上升，占营业收入比重不断增加，2015 年达到 21%。LME 市场和 SMM 市场价差影响公司出口产品的毛利率水平，因此近期人民币贬值趋势改善公司出口产品的毛利率水平。

图 7：公司出口金额及占营业收入比重



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8：2015 年以来美元兑人民币



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.3 公司产品中的高铁应用有望超预期

公司产品约 65%供应汽车行业，高铁应用已经突破，未来有望成为新的增长点。中车提供的订单毛利率高达 20%-30%，下游客户增加，高铁项目有望超预期。公司产品主要应用于汽车、工程机械、电力和家电行业，其客户主要是汽车热交换系统、电站空冷系统、工程机械热交换系统和家用电器热交换系统的制造商。随着公司产能的逐渐释放，在汽车行业和工程机械领域，公司的市场占有率有望进一步提升。

表 3：公司在各个行业的市场占有率

行业	市场占有率
汽车	位居国内第三，仅次于格朗吉斯和华峰日轻
工程机械	稳居第一
电力	稳居第一
家电	特别是 IH 电饭煲行业属于公司的新业务，刚刚开始放量，但增长相当强劲

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

法雷奥拟与公司签订总金额约 20 亿元人民币的合同订单公司，每年约占到 2015 年营业收入水平的 28%-31%。法雷奥是公司前五大客户，2011 年至 2016 年度年采购金额 2.4-2.6 亿元人民币。基于公司在汽车热交换用铝材方面的多年开发及与法雷奥的良好合作基础，此次法雷奥热系统集团拟给予公司 2017 年-2021 年每年采购金额 3.8-4.2 亿元人民币，总金额约 20 亿元人民币的合同订单。

3. 军工订单未来有望放量

国防装备发展的高精尖化、智能化和对抗需求的加剧推进其轻量化趋势，铝合金因其密度小、比强度高、塑性好等特点，在轻量化进程中起到重要作用。由于铝合金板材的弯曲刚度是其厚度的 3 次方函数，在车体结构设计中，为了保障结构刚度而设置的加强筋、加强框架等均可节约省去，因此在不降低抗弹性能的情况下，使用铝合金一般可减重 20% 左右，进而减少装备燃油耗费，提高机动性。

公司在装甲车、船舶与海洋装备、军用车辆等领域与各方广泛合作，目前已获得军工四证，未来军工方面订单有望放量。公司自 2014 年开始涉足军工领域，与科研机构签订了一系列战略合作协议，未来最快有望为歼 20 项目供应 3D 打印机身零部件。军工产品毛利率高，随着公司深入发展军工新材料产品，将极大增厚公司的业绩。

图 9：公司军工发展历程

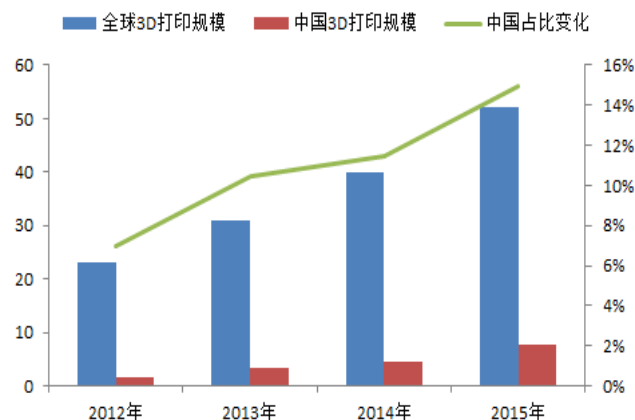


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 参股飞而康，3D 打印业务渐入佳境

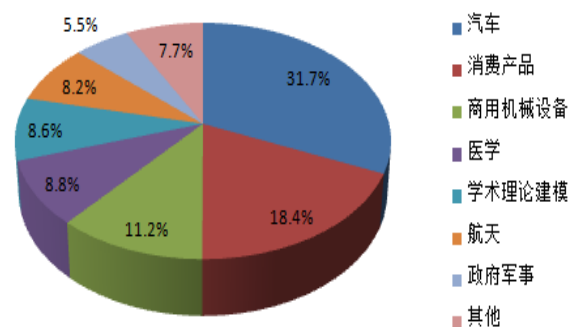
全球 3D 打印行业规模持续高速增长。2015 年全球和中国 3D 打印行业分别保持了 30% 和 70% 的年增长率，中国 3D 打印规模占比不断攀升。目前中国 3D 打印产品大部分应用于汽车领域。

图 10：2012-2015 年全球和中国 3D 打印规模



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图 11：中国 3D 打印应用领域

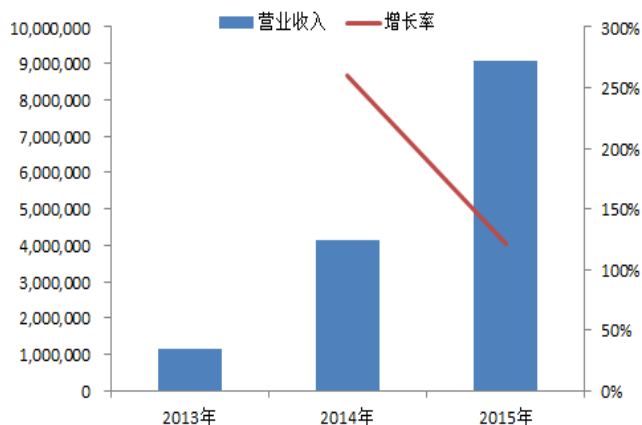


资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

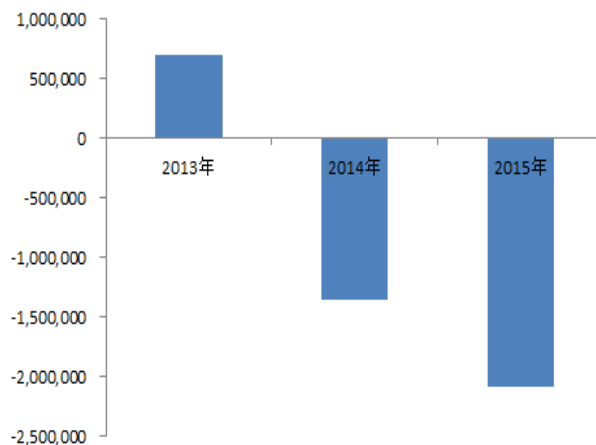
飞而康营业收入有望进一步走高，并逐步实现盈亏平衡。飞而康的主要客户为航空和生物医疗企业。其自 2013 年 9 月成立以来净利润长期为负，主要原因是其主营业务属于新技术，尚没有非常成熟的商业模式和需求市场，需要较长的时间周期来开拓市场，最终实现产品的产业化。而随着公司下游客户开拓不断取得进展和产能的释放，预计其 2016 年全年营业收入有望超过 2000 万，净利润有望达到 100-200 万。

图 12：飞而康 2013-2015 年营业收入

图 13：飞而康 2013-2015 年净利润



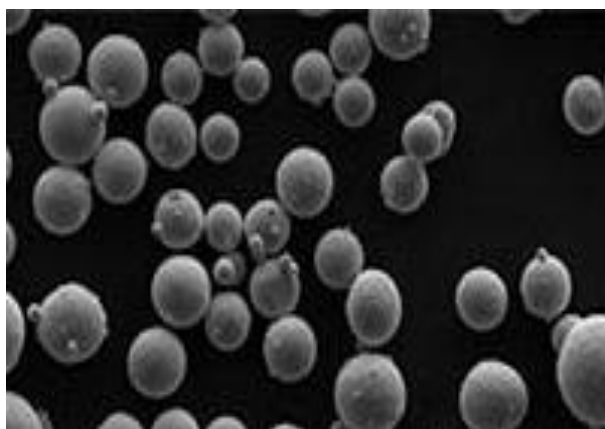
资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

飞而康的 3D 打印钛合金部件已通过国际适航认证并供货 C919，钛合金粉末产品有望供货空客，正在认证中。飞而康与中国商飞航空公司就中国自主研发的第二种大型客机 C919 进行合作，预计量产后将产生 1 个亿的收入。飞而康生产的钛合金粉末已通过民用航空资质认证，空客供应认证中。

图 14：钛合金粉末



资料来源：飞而康，东兴证券研究所

图 15：C919

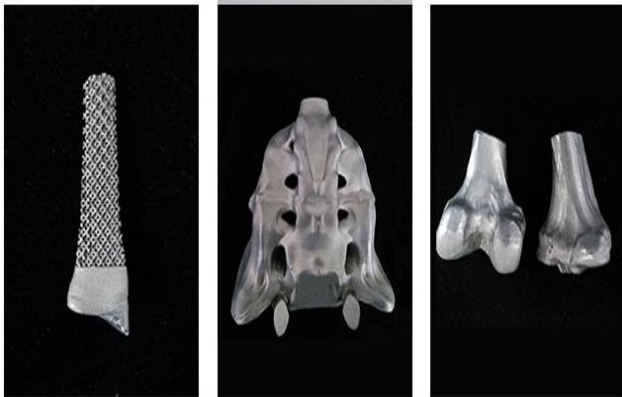


资料来源：公开资料，东兴证券研究所

飞而康拥有医疗行业质量体系认证，2014 年首次尝试与杰冠医疗就 3D 打印在齿科领域合作。3D 打印目前在口腔医疗方面的应用已经比较成熟，未来随着市场的逐步推广和相关医疗认证的完成，其发展前景广阔，将助力公司业绩。

图 16：3D 打印应用于生物医疗 1

图 17：3D 打印应用于生物医疗 2



资料来源: 飞而康, 东兴证券研究所



资料来源: 飞而康, 东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

我们看好公司积极进行降本增效, 毛利率有望逐步修复、高铁项目有望超预期, 同时布局的军工产业和 3D 打印业务有望逐步供货, 贡献收益。

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.04/0.23/0.35 元, 对应 PE 分别为 250/45/29 倍, 给予公司“推荐”评级。

6. 风险提示

募投项目达产降本不及预期, 军工新材料进展不及预期。

表 4：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1215	889	1025	1491	2259	营业收入	1429	1361	1694	2218	3105
货币资金	405	47	51	222	466	营业成本	1226	1367	1551	1913	2639
应收账款	334	351	418	547	766	营业税金及附加	1	1	1	1	2
其他应收款	1	3	4	6	8	营业费用	35	41	51	55	62
预付款项	23	22	53	91	144	管理费用	94	85	93	100	109
存货	379	401	467	577	795	财务费用	4	18	24	0	34
其他流动资产	2	53	13	13	13	资产减值损失	8.57	48.81	-24.00	-24.00	-24.00
非流动资产合计	1385	1559	1583	1565	1471	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	75	99	99	160	160	投资净收益	-0.58	-0.91	13.83	13.00	13.00
固定资产	730	1263	1224	1169	1087	营业利润	60	-200	12	186	297
无形资产	58	57	52	46	40	营业外收入	7.12	15.96	25.53	25.00	25.00
其他非流动资产	53	17	111	111	111	营业外支出	0.17	9.92	3.85	3.00	3.00
资产总计	2600	2447	2607	3057	3730	利润总额	67	-194	34	208	319
流动负债合计	781	833	943	1259	1759	所得税	12	-7	0	21	32
短期借款	423	516	616	860	1230	净利润	56	-187	34	187	287
应付账款	186	185	212	262	362	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	7	29	46	68	99	归属母公司净利润	56	-187	34	187	287
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	119	-101	126	278	425
非流动负债合计	92	90	38	59	60	BPS（元）	0.15	-0.23	0.04	0.23	0.35
长期借款	0	0	30	50	50	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	873	923	1063	1400	1902	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	5.0%	-4.8%	24.49%	30.93%	39.99%
实收资本（或股	374	822	822	822	822	营业利润增长	-134.5%	385.7%	-105.98%	1450.13%	59.70%
资本公积	1020	571	571	571	571	归属于母公司净利	-118.0%	244.7%	-118.03%	455.70%	53.38%
未分配利润	298	94	114	226	399	获利能力					
归属母公司股东	1728	1524	1544	1657	1829	毛利率（%）	14.20%	-13.73%	8.44%	13.75%	15.01%
负债和所有者权	2600	2447	2607	3057	3730	净利率（%）	3.89%	-13.74%	1.99%	8.44%	9.24%
现金流量表						总资产净利润（%）	2.14%	-7.63%	1.29%	6.12%	7.69%
单位：百万元						ROE（%）	3.22%	-12.26%	2.18%	11.30%	15.69%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
经营活动现金流	-109	-284	-12	25	-15	资产负债率（%）	33.56%	37.72%	40.77%	45.81%	50.98%
净利润	56	-187	34	187	287	流动比率	1.56	1.07	1.09	1.18	1.28
折旧摊销	55.41	81.40	0.00	92.56	94.26	速动比率	1.07	0.58	0.59	0.73	0.83
财务费用	4	18	24	0	34	营运能力					
应付账款的变化	0	0	27	50	99	总资产周转率	0.59	0.54	0.67	0.78	0.91
预收账款的变化	0	0	17	22	31	应收账款周转率	4	4	4	5	5
投资活动现金流	-71	183	-77	-44	37	应付账款周转率	7.68	7.32	8.52	9.35	9.96
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
长期投资	75	99	99	160	160	每股收益（最新摊	0.15	-0.23	0.04	0.23	0.35
投资收益	-1	-1	14	13	13	每股净现金流（最新	-0.05	-0.01	0.00	0.21	0.30
筹资活动现金流	162	94	92	190	221	每股净资产（最新摊	4.62	1.85	1.88	2.02	2.23
短期借款	423	516	616	860	1230	估值比率					
长期借款	0	0	30	50	50	P/E	68.27	-45.05	249.94	44.98	29.32
普通股增加	187	448	0	0	0	P/B	2.21	5.52	5.45	5.08	4.60
资本公积增加	-187	-448	0	0	0	EV/EBITDA	32.20	-87.57	71.55	32.73	21.72
现金净增加额	-18	-7	4	171	244						

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

刘岗

刘岗，材料学硕士、冶金科学与工程学士。有色冶炼加工行业 8 年从业经验，对有色金属行业产业结构、发展趋势、主要上市公司的发展战略、多种有色金属市场价格波动都有较为深入的研究。2015 年加入东兴证券研究所，主要负责有色金属板块的行业研究工作。

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。