

# 万泽股份 (000534)

证券研究报告

2017 年 09 月 17 日

## 高温合金放量在即，政策和技术或将支撑业绩

**高温合金是政策关注重点。**高温合金材料及构件制造一直以来是国家支持的重点项目。而当前高端高温合金及零件的制造技术大多数掌握在国外企业手中，严重限制了航空发动机产业链发展。公司早在 14 年就成立了万泽中南研究院，引入国内外高温合金人才，均为国家“千人计划”专家，开始相关研究工作。目前已经建立了 1600 平方米的精密铸造工程中心，作为精密铸造叶片的工程化基地。在高温合金母合金技术研发方面，已成功熔炼三百多炉，建立了超高纯度高温合金熔炼核心技术体系，已完成了真空感应炉熔炼工艺实验等关键技术的开发。上半年，公司突破关键技术难点，完成某型涡轮叶片研制任务，成功利用工艺体系为某合作单位生产了一批合格的叶片。公司目前已掌握高温母合金与叶片制造的先进技术，有望打破国外技术封锁，在政策和技术的双重优势下实现业绩增长。

**航空项目量产在即。**公司高温合金叶片等产品开发稳步推进，目前已完成中试，具备了大规模量产的技术基础。上半年，公司制造业务实现营收 95.7 万元，利润 66.2 万元，已经开始盈利。16 年非公开发行项目计划新建年产超纯高温母合金 250 吨、先进发动机叶片 3.96 万片、高温合金粉末 60 吨生产线。目前已经开始土建工作，并启动设备招标投标工作，预计于 2018 年建成。项目达产后有望实现营业收入 2.85 亿元，净利润 3.51 亿元。

**军工资质过半，为航空项目放量打下基础。**公司下属公司深圳万泽航空已取得国军标质量管理体系认证证书，并获准为三级军工保密资格单位，正在积极推动武器装备科研生产许可证及武器装备承制单位资格名录认证。公司取得军工认证的速度基本与产线建设进度保持一致，有望为航空项目放量打下基础。

**民用项目稳步推进。**公司的子公司上海精密铸造主要从事等轴晶叶片、等轴晶涡轮的产业化生产，主要用于民用燃气轮机等方面，计划投资规模 7.5 亿元，预计 18 年投产，设计产能等轴晶叶片 20 万片，等轴晶涡轮 240 万件。与军工航天项目相比，民用高温合金市场更加稳定。项目建设完成后，公司有望进入中高端民用高温合金市场，产品线更加齐全，收入与盈利可能更加稳定。

**盈利预测和投资建议：**我们预测，公司 2017-2019 年的净利润分别为 0.16 亿、1.03 亿和 2.78 亿，EPS 分别为 0.03 元/股、0.21 元/股和 0.57 元/股，对应 9 月 15 日的收盘价 15.5 元，动态 PE 分别为 492 倍、79 倍和 29 倍，鉴于公司高温合金项目稳步推进，军工认证顺利完成，维持公司“增持”评级。

**风险提示：**非公开发行延期的风险，下游行业发展不达预期的风险

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	16.43 元
目标价格	19 元
上次目标价	20 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	491.79
流通 A 股股本(百万股)	491.39
A 股总市值(百万元)	8,080.03
流通 A 股市值(百万元)	8,073.54
每股净资产(元)	2.79
资产负债率(%)	47.49
一年内最高/最低(元)	19.36/10.07

### 作者

**孙亮** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516110003  
sunliang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《万泽股份-半年报点评:高温合金量产在即，房地产支撑转型业绩》 2017-08-18
- 2 《万泽股份-公司点评:从不确定到确定》 2017-03-06
- 3 《万泽股份-年报点评报告:高温合金起步 地产开道护航》 2017-02-28

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	491.81	194.68	292.02	817.65	1,635.31
增长率(%)	(6.61)	(60.42)	50.00	180.00	100.00
EBITDA(百万元)	126.38	135.00	54.76	146.51	334.92
净利润(百万元)	46.43	76.19	16.44	102.66	277.94
增长率(%)	(9.38)	64.10	(78.42)	524.49	170.73
EPS(元/股)	0.09	0.15	0.03	0.21	0.57
市盈率(P/E)	174.03	106.05	491.51	78.71	29.07
市净率(P/B)	6.16	5.83	5.82	5.62	5.17
市销率(P/S)	16.43	41.50	27.67	9.88	4.94
EV/EBITDA	40.96	58.43	163.55	95.67	52.81

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	314.35	703.56	23.36	65.41	130.82
应收账款	261.04	217.58	215.26	1,044.07	1,474.58
预付账款	141.75	96.92	165.94	584.66	1,068.52
存货	2,096.01	810.06	2,574.92	7,528.03	12,140.11
其他	162.17	176.19	175.92	176.16	185.59
<b>流动资产合计</b>	<b>2,975.32</b>	<b>2,004.30</b>	<b>3,155.39</b>	<b>9,398.33</b>	<b>14,999.62</b>
长期股权投资	121.85	66.04	66.04	66.04	66.04
固定资产	100.99	121.05	145.03	186.26	224.86
在建工程	0.00	16.38	45.83	75.50	75.30
无形资产	0.01	72.78	72.23	71.69	71.14
其他	91.25	75.33	63.36	66.25	64.36
<b>非流动资产合计</b>	<b>314.10</b>	<b>351.58</b>	<b>392.49</b>	<b>465.74</b>	<b>501.70</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,289.42</b>	<b>2,355.89</b>	<b>3,547.88</b>	<b>9,864.07</b>	<b>15,501.32</b>
短期借款	439.22	246.00	648.17	4,752.54	7,770.07
应付账款	567.46	141.99	610.86	1,720.72	3,207.50
其他	310.89	491.86	611.45	685.97	1,047.65
<b>流动负债合计</b>	<b>1,317.57</b>	<b>879.85</b>	<b>1,870.47</b>	<b>7,159.24</b>	<b>12,025.22</b>
长期借款	0.00	0.00	61.08	1,066.42	1,781.52
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	313.88	70.45	209.29	197.87	159.20
<b>非流动负债合计</b>	<b>313.88</b>	<b>70.45</b>	<b>270.37</b>	<b>1,264.30</b>	<b>1,940.73</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,631.45</b>	<b>950.30</b>	<b>2,140.84</b>	<b>8,423.54</b>	<b>13,965.95</b>
少数股东权益	346.03	19.90	17.53	3.82	(28.18)
股本	491.79	491.79	491.79	491.79	491.79
资本公积	370.54	392.68	392.68	392.68	392.68
留存收益	820.16	893.90	897.71	944.93	1,071.77
其他	(370.54)	(392.68)	(392.68)	(392.68)	(392.68)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,657.98</b>	<b>1,405.58</b>	<b>1,407.03</b>	<b>1,440.53</b>	<b>1,535.38</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,289.42</b>	<b>2,355.89</b>	<b>3,547.88</b>	<b>9,864.07</b>	<b>15,501.32</b>

  

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	37.80	71.53	16.44	102.66	277.94
折旧摊销	25.93	13.13	7.12	9.64	12.15
财务费用	29.95	52.00	32.00	36.68	38.63
投资损失	(52.36)	(182.81)	(73.70)	(73.70)	(73.70)
营运资金变动	(391.22)	(467.46)	(978.53)	(5,039.80)	(3,756.03)
其它	341.70	308.68	(2.33)	(14.05)	(32.71)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(8.21)</b>	<b>(204.92)</b>	<b>(999.00)</b>	<b>(4,978.57)</b>	<b>(3,533.74)</b>
资本支出	(124.65)	307.96	(78.84)	91.42	88.67
长期投资	121.85	(55.81)	0.00	0.00	0.00
其他	(89.39)	630.35	92.23	(97.51)	(65.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(92.19)</b>	<b>882.51</b>	<b>13.39</b>	<b>(6.09)</b>	<b>23.67</b>
债权融资	589.22	596.00	945.92	6,064.52	9,829.00
股权融资	(11.59)	(25.03)	(31.98)	(36.66)	(38.60)
其他	(468.70)	(657.59)	(608.53)	(1,001.16)	(6,214.91)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>108.92</b>	<b>(86.63)</b>	<b>305.41</b>	<b>5,026.71</b>	<b>3,575.48</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>8.52</b>	<b>590.96</b>	<b>(680.19)</b>	<b>42.05</b>	<b>65.41</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>491.81</b>	<b>194.68</b>	<b>292.02</b>	<b>817.65</b>	<b>1,635.31</b>
营业成本	239.15	125.24	175.21	490.59	1,004.80
营业税金及附加	74.21	12.62	33.99	90.52	159.13
营业费用	9.80	20.39	35.04	81.77	130.82
管理费用	95.71	60.89	64.24	81.77	81.77
财务费用	30.84	47.20	32.00	36.68	38.63
资产减值损失	24.09	34.48	9.74	9.74	9.74
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.16	(0.10)	0.02
投资净收益	52.36	182.81	73.70	73.70	73.70
其他	(104.73)	(365.61)	(147.72)	(147.20)	(147.44)
<b>营业利润</b>	<b>70.38</b>	<b>76.67</b>	<b>15.64</b>	<b>100.19</b>	<b>284.14</b>
营业外收入	4.06	8.65	5.11	5.94	6.56
营业外支出	0.33	0.60	4.33	1.76	2.23
<b>利润总额</b>	<b>74.10</b>	<b>84.72</b>	<b>16.42</b>	<b>104.37</b>	<b>288.48</b>
所得税	36.30	13.19	2.46	15.66	43.27
<b>净利润</b>	<b>37.80</b>	<b>71.53</b>	<b>13.95</b>	<b>88.72</b>	<b>245.21</b>
少数股东损益	(8.63)	(4.66)	(2.49)	(13.94)	(32.73)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>46.43</b>	<b>76.19</b>	<b>16.44</b>	<b>102.66</b>	<b>277.94</b>
每股收益（元）	0.09	0.15	0.03	0.21	0.57

  

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-6.61%	-60.42%	50.00%	180.00%	100.00%
营业利润	-19.77%	8.95%	-79.60%	540.52%	183.60%
归属于母公司净利润	-9.38%	64.10%	-78.42%	524.49%	170.73%
<b>获利能力</b>					
毛利率	51.37%	35.67%	40.00%	40.00%	38.56%
净利率	9.44%	39.14%	5.63%	12.56%	17.00%
ROE	3.54%	5.50%	1.18%	7.15%	17.78%
ROIC	2.71%	5.68%	3.31%	5.13%	3.72%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.60%	40.34%	60.34%	85.40%	90.10%
净负债率	76.30%	51.78%	-24.82%	81.33%	149.38%
流动比率	2.26	2.28	1.69	1.31	1.25
速动比率	0.67	1.36	0.31	0.26	0.24
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.36	0.81	1.35	1.30	1.30
存货周转率	0.21	0.13	0.17	0.16	0.17
总资产周转率	0.15	0.07	0.10	0.12	0.13
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	0.09	0.15	0.03	0.21	0.57
每股经营现金流	-0.02	-0.42	-2.03	-10.12	-7.19
每股净资产	2.67	2.82	2.83	2.92	3.18
<b>估值比率</b>					
市盈率	174.03	106.05	491.51	78.71	29.07
市净率	6.16	5.83	5.82	5.62	5.17
EV/EBITDA	40.96	58.43	163.55	95.67	52.81
EV/EBIT	51.15	63.68	188.00	102.41	54.79

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号 卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com