

# 应流股份 (603308.SH)

## 2020年归母净利润预增 51%-61%，中国两机叶片龙头成长提速

事件：公司发布业绩预增公告，预计 2020 年实现归母净利润 1.97-2.10 亿元，同比增长 50.75%-60.69%。业绩符合预期，具体来看：

**1) 公司“两机”业务近翻倍增长。**公告预计 2020 年实现扣非归母净利润 1.41-1.54 亿元，同比增长 67.55%-82.99%，表明公司实际内生经营性业绩增速更高。2020 年航空发动机和燃气轮机高温合金热端部件多种型号产品持续放量并稳定供货，两机业务领域营业收入增长 80%-100% (2019 年收入 1.78 亿元，按增速中枢计算对应收入为 3.38 亿元)，我们预计随着公司在全球“两机”产业链地位的提升，并在国内军用发动机叶片需求扩充背景下，在“十四五”阶段公司两机业务将维持较高的增速。

**2) 单季度看：**以业绩预告中枢计算，公司 2020 年 Q1-Q4 四个季度的归母净利润分别为 0.38、0.43、0.51、0.72 亿元，同比增速分别为 1.26%、32.13%、39.10%、196.91%，2020Q4 业绩实现显著增长。表明在 Q1 受到疫情影响后公司两机业务发展提速，在手订单逐步确认收入，也再次验证了我们此前对公司业绩、两机叶片景气度逐季好转的判断。

**3) 成本端：**据公告公司在聚焦主营业务的同时加强内部管理，成本费用下降 2% 左右，经营效率提升带来营业利润的增长。跟踪公司利润率，2020Q3 公司销售毛利率、净利率较 2016 年分别提升 7.85、4.65pct。我们预计，随着公司两机业务占比增加，未来整体业务结构将进一步优化，将表现出更好的盈利能力。

我们认为，应流股份的发展不仅得益于国内航发叶片需求的快速增长，还得益于成功切入全球两机巨头供应体系，未来两机产品营收规模有望持续攀升，盈利能力也将显著提升。

**1) 两机叶片构筑千亿美金赛道，行业高壁垒带来良好商业模式。**两机高温合金叶片是航空发动机第一关键件，未来 10 年全球市场规模有望达到 1500 亿美金。两机叶片行业技术壁垒高、技术迭代慢、资质认证难，难有弯道超车机会；需求端持续增长叠加供给端少数垄断造就利润端稳定增长。以行业领军企业 PCC 为例，公司下游订单持续增长，垄断性地位带来很好的经营稳定性和持续性，2006-2015 年净利润和经营性现金流 CAGR 达到 17.78% 和 24.85%。

**2) 国内两机业务发展超预期。**由于之前我国军队建设目标是“稳步推进”，体制内产能会与之相匹配；随着“备战能力建设”以及军民融合体制发生变化，同时受海外制裁影响，体制内存在产能不足的情况。作为军民融合企业成长典范，公司借助其灵活的机制优势，以及强大的设备、技术等优势，可以快速增加产能，匹配国内两机产业需求缺口。我们看到公司 2020 年两机业务发展显著超预期，其配套产品型号有望不断扩充，将持续受益于军用航空发动机与燃气轮机的放量增长。

**3) 国际方面，全球商用两机业务为公司提供长期成长动力。**当前国际主要两机厂商如 GE 等，为改变长期以来的叶片供应商垄断局面，积极培育引入新的供应商，以丰富供应体系、增强供应链安全性。应流股份多个型号两机高温合金叶片已通过国内和国际厂商验收，进入国际两机客户供应体系已是事实。我们认为，公司是全球两机精铸领域中“技术、装备、质量和规模”等方面均满足 GE 等公司严格要求的少数企业之一，未来两机订单增长确定性正逐步增强。

**投资建议：**公司连续两年两机业务实现近翻倍增长，我们认为这仍是应流股份两机业务订单放量的开端，在传统业务提供扎实基本盘的同时，随着公司全面深入全球两机供应体系、国内军机放量增长，在两机产能建设、叶片产品预研项目的稳步推进下，两机业务的巨大成长机遇将加速兑现。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.00、2.97、4.05 亿元，对应当前估值为 78X、53X、39X。维持“买入”评级。

**风险提示：**1) 两机叶片订单低于预期；2) 传统铸件业务发展低于预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,681	1,860	2,099	2,441	2,867
增长率 yoy (%)	22.3	10.7	12.8	16.3	17.5
归母净利润 (百万元)	73	131	200	297	405
增长率 yoy (%)	21.6	78.7	52.9	48.4	36.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.15	0.27	0.41	0.61	0.83
净资产收益率 (%)	2.0	2.8	4.4	6.1	7.7
P/E (倍)	213.9	119.7	78.3	52.8	38.6
P/B (倍)	5.43	4.35	4.12	3.82	3.48

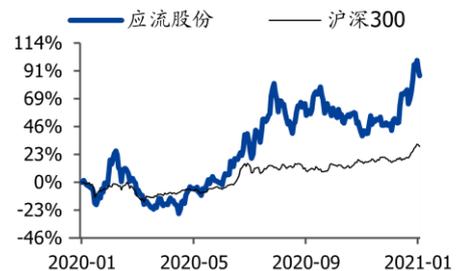
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

### 股票信息

行业	通用机械
前次评级	买入
最新收盘价	32.06
总市值(百万元)	15,644.06
总股本(百万股)	487.96
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	5.73

### 股价走势



### 作者

分析师 余平

执业证书编号：S0680520010003

邮箱：yuping@gszq.com

分析师 王磊

执业证书编号：S0680518030001

邮箱：wanglei1@gszq.com

### 相关研究

- 《应流股份 (603308.SH)：2020 年三季度报实现归母净利润 1.32 亿元，两机叶片龙头成长正加速》2020-11-01
- 《应流股份 (603308.SH)：2020H1 两机业务营收持续大幅增长，中国两机叶片龙头踏上成长快车道》2020-08-30
- 《应流股份 (603308.SH)：对标恒立液压成长路径，两机叶片的中国制造商已到成长拐点》2020-05-10



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	3667	2620	4297	4165	5098	<b>营业收入</b>	1681	1860	2099	2441	2867
现金	1637	614	1921	2155	2577	营业成本	1082	1193	1315	1498	1732
应收票据及应收账款	688	575	924	602	1036	营业税金及附加	30	40	46	50	60
其他应收款	3	21	7	26	12	营业费用	53	59	67	73	86
预付账款	51	39	62	55	83	管理费用	152	161	189	207	238
存货	1247	1294	1309	1252	1314	研发费用	194	241	231	244	287
其他流动资产	41	76	76	76	76	财务费用	138	121	109	130	126
<b>非流动资产</b>	4401	4829	5010	5183	5370	资产减值损失	1	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	50	61	50	45	50
固定资产	3084	3046	3110	3170	3222	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	533	650	720	810	924	投资净收益	0	1	1	2	2
其他非流动资产	784	1133	1179	1203	1224	资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
<b>资产总计</b>	8068	7449	9307	9348	10469	<b>营业利润</b>	82	116	192	285	389
<b>流动负债</b>	3643	2274	4095	3897	4671	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	2875	1647	3478	3273	3911	营业外支出	1	1	1	1	1
应付票据及应付账款	288	287	347	376	460	<b>利润总额</b>	82	116	192	285	389
其他流动负债	479	339	270	248	301	所得税	14	-0	-0	-1	-1
<b>非流动负债</b>	949	1000	845	799	755	<b>净利润</b>	68	116	192	285	390
长期借款	495	433	361	284	206	少数股东损益	-5	-15	-8	-11	-16
其他非流动负债	454	567	485	515	550	<b>归属母公司净利润</b>	73	131	200	297	405
<b>负债合计</b>	4591	3274	4940	4695	5426	EBITDA	433	427	514	643	763
少数股东权益	595	579	571	560	544	EPS (元)	0.15	0.27	0.41	0.61	0.83
股本	434	488	488	488	488						
资本公积	1571	2122	2122	2122	2122						
留存收益	818	927	1119	1404	1794						
归属母公司股东权益	2881	3596	3796	4093	4498						
<b>负债和股东权益</b>	8068	7449	9307	9348	10469						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	384	437	226	987	356
净利润	68	116	192	285	390
折旧摊销	193	201	192	205	219
财务费用	138	121	109	130	126
投资损失	-0	-1	-1	-2	-2
营运资金变动	19	21	-267	370	-378
其他经营现金流	-33	-21	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-58	-580	-373	-376	-405
资本支出	351	581	181	173	188
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	293	1	-192	-203	-218
<b>筹资活动现金流</b>	588	-993	976	-72	-66
短期借款	261	-1228	1353	100	100
长期借款	-145	-63	-72	-76	-79
普通股增加	0	54	0	0	0
资本公积增加	2	551	0	0	0
其他筹资现金流	470	-308	-305	-96	-87
<b>现金净增加额</b>	914	-1134	829	539	-116

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	22.3	10.7	12.8	16.3	17.5
营业利润(%)	38.1	41.2	65.2	48.3	36.6
归属于母公司净利润(%)	21.6	78.7	52.9	48.4	36.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	35.6	35.9	37.4	38.6	39.6
净利率(%)	4.4	7.0	9.5	12.1	14.1
ROE(%)	2.0	2.8	4.4	6.1	7.7
ROIC(%)	2.8	3.5	3.9	5.3	5.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	56.9	43.9	53.1	50.2	51.8
净负债比率(%)	71.9	53.4	57.0	43.1	43.3
流动比率	1.0	1.2	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.6	0.5	0.7	0.7	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	2.5	2.9	2.8	3.2	3.5
应付账款周转率	4.0	4.1	4.1	4.1	4.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.27	0.41	0.61	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	0.90	0.46	2.02	0.73
每股净资产(最新摊薄)	5.90	7.37	7.78	8.39	9.22
<b>估值比率</b>					
P/E	213.9	119.7	78.3	52.8	38.6
P/B	5.4	4.4	4.1	3.8	3.5
EV/EBITDA	43.3	43.2	36.4	28.3	24.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com