

应流股份 (603308.SH)

两机叶片千亿美金赛道，中国制造代表成长正当时

“航空发动机、燃气轮机”等两机是军工领域中“长坡厚雪”最佳赛道。军用发动机持续列装+维修后市场+商用航空发动机/燃气轮机等三驾马车持续拉动两机产业链需求，目前产业链壁垒最高、产能供给最为紧缺的当属：变形高温合金和精密铸件两大环节，前者代表性厂商是抚顺特钢，其变形高温合金国内航空航天领域市占率80%以上，是航发等赛道上的核心卡位企业；后者代表性厂商是应流股份、钢研高纳、图南股份等，我们持续看好应流股份的长期发展，源自于其切入全球两机叶片千亿美金大赛道，其作为中国高端制造的代表性厂商已经进入快速成长期。

1、好行业：两机叶片构筑千亿美金赛道，行业高壁垒带来很好的商业模式。

1) 赛道足够长：航发叶片制造量占整机1/3左右，全寿命周期维度叶片价值量预计占到40%~50%，我们在应流股份深度报告《两机叶片千亿美金赛道，从此有了中国制造》中测算，预计未来10年全球两机高温叶片市场规模约1500亿美金。

2) 壁垒足够高、格局足够好：航空发动机被誉为现代工业“皇冠上的明珠”，叶片制造壁垒体现在：技术壁垒高，高温合金叶片由于所处温度最高、应力最复杂、环境最恶劣的部位而被列为航空发动机第一关键件；技术更迭慢，难有弯道超车机会；资质认证难。因此，全球两机叶片竞争格局非常好，呈现少数叶片厂商垄断的局面；供应体系也非常稳定，以GE等为代表的全球两机巨头非常注重与叶片合格供应商战略合作的长期性与稳定性。

3) 两机叶片拥有很好的商业模式。熔模铸造本质是个资本密集型行业，再加上技术壁垒高导致新进入者少。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，高温合金叶片企业得以稳定持续经营并且拥有很好的现金流。以行业领军企业PCC为例，2006-2015年净利润和经营性现金流CAGR达到17.78%和24.85%。

2、好公司：国内两机叶片代表性企业，是切入全球两机领域的中国制造的

1) 核心竞争力：应流股份是全球两机精铸领域中“技术、装备、质量和规模”等方面均满足国际性大公司严格要求的少数企业之一，具体体现在技术层面（公司拥有高温合金叶片精密铸造等核心制造技术）、装备层面（已经建设了行业稀缺的全制程高端产能，能够把控产业链整个全部关键环节，定向单晶叶片能力居全球行业前列）、质量或资质认证层面（拥有国内、国际行业权威资质认证）、客户层面（两机叶片领域已经积累GE、西门子、霍尼韦尔等国际知名客户）。

2) 国内方面，不断切入军用航发新型号，远期国产商用航空发动机带来更大市场空间。全面备战能力建设背景下两机精铸产能存在不足的情况，应流借助其灵活的机制优势，以及强大的设备、技术等优势，可快速增加产能，匹配国内航发产业需求缺口，军用航发型号有望不断扩充。远期来看还有国产商用航发带来的巨大成长空间。

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，以丰富供应商体系、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商体系已是事实，未来订单持续增长确定性强。

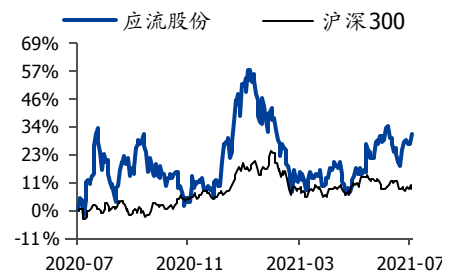
4) 产品应用领域方面，不止于航发，也向燃气轮机领域不断拓展。公司设立全资子公司应流燃气轮机部件创新中心（深圳）有限公司，意在瞄准国际领先重型燃气轮机核心热部件先进制造技术，加快先进燃气轮机高温合金核心热部件及关键材料的研究开发。我们认为，“两机专项”不止于航空发动

买入（维持）

股票信息

行业	通用机械
前次评级	买入
7月16日收盘价(元)	21.58
总市值(百万元)	14,742.31
总股本(百万股)	683.15
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	5.72

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)：投资设立燃气轮机部件公司，不止于航发也向燃气轮机领域不断拓展》2021-06-23
- 《应流股份(603308.SH)：2020年归母净利润同比增长+54.28%，两机叶片营收持续高增长》2021-04-30
- 《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》2021-01-11



机，燃气轮机也将带来巨大的市场空间，这也是今年“两机专项”重点发力的方向。燃气轮机具有典型的军民两用特点，对保护国家能源安全与国防安全、改善能源结构有重要战略意义。与市场不同的观点是，市场关注应流股份主要关注航空发动机领域产品的拓展，我们认为燃气轮机也是国家能源装备领域的重大项目，同样会给应流股份带来巨大的市场空间。

5) 未来发展计划：公司坚持“产业链延伸、价值链延伸”发展战略。产业链延伸，既向上游“材料端——高温合金母合金冶炼”，也向下游“产品端——精密机加工”；价值链延伸，精铸产品按“等轴晶、定向晶、单晶”顺序发展高温合金叶片，单件叶片产品价值量亦在提升。产业链的纵向发展和单件叶片产品的价值提升都将给应流股份未来长足发展带来动力。此外，公司还拥有小型涡轴发动机和直升机的全套技术，也可作为未来储备项目。

应流股份两机业务已经获得持续快速发展，盈利能力将进一步提升。2016~2020年，应流股份两机业务分别实现营收0.24、0.47、0.88、1.78、3.21亿元；2017~2020年营收同比增速分别为97.0%、88.4%、102.8%、80.5%，2016~2020年两机业务毛利率分别为32.6%、41.1%、44.4%、45.5%、48.8%。毛利率持续提升的原因是，一方面随着公司对两机业务生产工艺与技术逐步掌握，产品良率会逐步提升；另一方面，公司量产产品从等轴晶——定向晶——单晶叶片跨越其单价是大幅提升的。从这两个角度来看，公司两机业务毛利率仍会继续提升。我们认为两机叶片制造的重资产模式下，在成本端相对刚性的固定资产折旧背景下，两机叶片逐步放量规模效应下盈利弹性会凸显，公司ROE水平也会大幅提升。

投资建议：公司连续3年两机业务实现近翻倍增长，我们认为这仅仅是两机业务订单放量增长的开端，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、国内军机放量增长叠加远期国产商用航发的巨大需求，公司两机业务的巨大成长机遇将持续快速兑现。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为2.97、4.05、5.48亿元，对应的EPS分别为0.44、0.59、0.80元，对应当前估值为50X、36X、27X。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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,860	1,833	2,441	2,867	3,581
增长率 yoy (%)	10.7	-1.5	33.1	17.5	24.9
归母净利润(百万元)	131	202	297	405	548
增长率 yoy (%)	78.7	54.3	47.4	36.4	35.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.19	0.30	0.44	0.59	0.80
净资产收益率(%)	2.8	4.2	6.3	8.0	9.9
P/E(倍)	112.8	73.1	49.6	36.4	26.9
P/B(倍)	4.1	3.9	3.7	3.4	3.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年7月16日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2620	2576	5001	4681	6496
现金	614	456	2108	2495	3105
应收票据及应收账款	575	735	1008	783	1263
其他应收款	21	9	32	17	44
预付账款	39	26	60	41	86
存货	1294	1262	1704	1257	1911
其他流动资产	76	88	88	88	88
非流动资产	4829	5627	5875	5993	6191
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3046	2937	3047	3125	3173
无形资产	650	907	1119	1233	1441
其他非流动资产	1133	1784	1709	1636	1577
资产总计	7449	8203	10876	10674	12687
流动负债	2274	2613	5376	4930	6552
短期借款	1647	1743	4592	4152	5494
应付票据及应付账款	287	389	508	530	752
其他流动负债	339	481	276	248	307
非流动负债	1000	1283	969	910	861
长期借款	433	466	392	304	219
其他非流动负债	567	818	576	606	641
负债合计	3274	3896	6344	5840	7413
少数股东权益	579	527	514	496	473
股本	488	488	683	683	683
资本公积	2122	2131	1936	1936	1936
留存收益	927	1089	1288	1559	1927
归属母公司股东权益	3596	3781	4017	4338	4801
负债和股东权益	7449	8203	10876	10674	12687

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	437	405	14	1458	22
净利润	116	179	284	388	525
折旧摊销	201	212	210	226	247
财务费用	121	112	143	150	181
投资损失	-1	-2	-1	-4	-2
营运资金变动	21	-89	-623	698	-928
其他经营现金流	-21	-7	0	0	0
投资活动现金流	-580	-855	-457	-340	-443
资本支出	581	858	248	118	198
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1	3	-209	-222	-245
筹资活动现金流	-993	190	504	-191	-211
短期借款	-1228	95	1257	100	100
长期借款	-63	33	-73	-89	-85
普通股增加	54	0	195	0	0
资本公积增加	551	9	-195	0	0
其他筹资现金流	-308	53	-680	-202	-227
现金净增加额	-1134	-266	61	926	-632

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1860	1833	2441	2867	3581
营业成本	1193	1129	1498	1732	2138
营业税金及附加	40	43	49	57	64
营业费用	59	51	66	77	93
管理费用	161	160	195	229	283
研发费用	241	224	256	287	358
财务费用	121	112	143	150	181
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	61	71	50	45	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	2	1	4	2
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	116	175	285	383	515
营业外收入	0	1	3	7	10
营业外支出	1	3	3	3	1
利润总额	116	172	284	387	524
所得税	-0	-7	-1	-1	-1
净利润	116	179	284	388	525
少数股东损益	-15	-22	-13	-17	-24
归属母公司净利润	131	202	297	405	548
EBITDA	427	507	661	820	987
EPS (元)	0.19	0.30	0.44	0.59	0.80

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	10.7	-1.5	33.1	17.5	24.9
营业利润(%)	41.2	50.4	62.5	34.6	34.3
归属于母公司净利润(%)	78.7	54.3	47.4	36.4	35.3
获利能力					
毛利率(%)	35.9	38.4	38.6	39.6	40.3
净利率(%)	7.0	11.0	12.2	14.1	15.3
ROE(%)	2.8	4.2	6.3	8.0	9.9
ROIC(%)	3.5	4.3	4.7	6.3	6.6
偿债能力					
资产负债率(%)	43.9	47.5	58.3	54.7	58.4
净负债比率(%)	53.4	67.3	78.3	55.1	63.5
流动比率	1.2	1.0	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	2.9	2.8	2.8	3.2	3.5
应付账款周转率	4.1	3.3	3.3	3.3	3.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.30	0.44	0.59	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.59	0.02	2.13	0.03
每股净资产(最新摊薄)	5.26	5.53	5.88	6.35	7.03
估值比率					
P/E	112.8	73.1	49.6	36.4	26.9
P/B	4.1	3.9	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA	41.1	35.8	28.4	21.8	18.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 7 月 16 日收盘价

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所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：021-38124100

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