

应流股份 (603308.SH)

2021H1 归母净利润同比+24.46%，两机叶片营收持续高增长

事件：公司发布 2021 年中报，2021H1 公司实现营收（9.61 亿元，同比+11.42%），归母净利润（1.01 亿元，同比+24.46%），扣非归母净利润（0.68 亿元，同比+17.10%）；单季度来看，2021Q2 公司实现营收（5.03 亿元，同比+14.88%，环比+10.00%），归母净利润（0.41 亿元，同比-5.25%，环比-32.50%）。

1) 两机业务营收持续高增长且盈利能力持续提升。公司两机业务包括两机叶片、机匣等多种高温合金结构件，2017~2020 年营收增速分别为 97.0%、88.4%、102.8%、80.5%，毛利率分别为 41.1%、44.4%、45.5%、48.8%，2021H1 营收维持高增长（2.13 亿元，同比+82.41%），同时在传统业务毛利率率同比下降-1.13pct 的情况下，公司实现整体毛利率同比增长+0.60pct，我们认为这或彰显了公司两机业务毛利率的持续提升。营收维持高增长是公司两机业务竞争力的直接体现，2021H1 公司某型号涡扇发动机叶片克服不利因素继续稳定批量供货、某型号民用航空发动机机匣批量生产，同时某型号重型燃气轮机核心热部件及关键材料开发工作顺利，我们认为未来其在国内、国际领域仍将得到持续拓展且实现快速增长。同时我们认为两机业务毛利率将继续提升，一方面随着公司对两机业务生产工艺与技术的逐步掌握，产品良率会逐步提升；另一方面，公司量产产品从等轴晶—一定向晶—单晶叶片跨越其单价大幅提升。

2) 核能业务：主要包括各类核级铸造零部件等，2021H1 营收 1.40 亿元，同比+2.41%，未来随着三代核电建设、先进堆型示范和乏燃料后处理厂的建设，公司订单有望实现持续增长，同时公司将拓展民用核电以外市场，控股子公司应流久源取得武器装备承制单位资格证书。

3) 传统业务：包括石油天然气设备、工程和矿山机械及其他高端装备零部件，2021H1 传统业务实现营收 5.64 亿元，同比-4.02%；毛利率 31.19%，-1.13pct，毛利率下降主要系原材料价格大幅上涨。除传统业务毛利率下降外，2021H1 公司出口收入减少（4.04 亿元，同比-8.92%）也是拖累业绩增速的原因，主要系国外疫情蔓延叠加人民币兑美元升值造成换汇收入减少。

4) 资产负债表：2021H1 公司应收账款（9.39 亿元，较 2020 年末+34.99%），主要系航空业务销售大幅增加；预付账款（2.47 亿元，较 2020 年末+855.79%），主要系支付材料采购预付款大幅增加；合同负债（0.33 亿元，较 2020 年末+100.04%），说明公司收到的预收款大幅增长。我们认为应收账款、预付账款、合同负债较 2020 年末大幅增长或彰显了公司对下游两机叶片业务销售以及上游原材料购买均大幅增长。

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%。

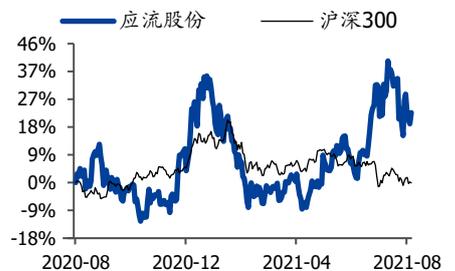
2) 国内两机业务发展超预期。由于之前我国军队建设目标是“稳步推进”，

买入（维持）

股票信息

行业	通用机械
前次评级	买入
8月30日收盘价(元)	23.64
总市值(百万元)	16,149.59
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)	13.87

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）：两机叶片千亿美金赛道，中国制造代表成长正当时》2021-07-19
- 《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+54.28%，两机叶片营收持续高增长》2021-04-30



体制内产能与之相匹配；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 2021H1 两机业务维持高速增长，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。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：公司连续三年两机业务实现近翻倍增长，2021H1 继续保持 82.41% 的高增速，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 2021-2023 年归母净利润分别为 2.97、4.05、5.48 亿元，对应当前估值为 54X、40X、29X，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	47.2	36.6	35.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.19	0.30	0.43	0.59	0.80
净资产收益率 (%)	2.8	4.2	6.4	8.2	10.1
P/E (倍)	123.6	80.1	54.4	39.8	29.4
P/B (倍)	4.5	4.3	4.0	3.7	3.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所注：股价为 2021 年 8 月 30 日收盘价

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2620	2576	2803	2993	3246	营业收入	1860	1833	2441	2867	3581
现金	614	456	544	621	703	营业成本	1193	1129	1498	1732	2138
应收票据及应收账款	575	735	785	829	904	营业税金及附加	40	43	49	57	72
其他应收款	21	9	19	28	35	营业费用	59	51	66	77	93
预付账款	39	26	60	41	86	管理费用	161	160	195	229	283
存货	1294	1262	1307	1387	1431	研发费用	241	224	273	307	369
其他流动资产	76	88	88	88	88	财务费用	121	112	113	105	115
非流动资产	4829	5627	6443	6971	7462	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	143	178	205	其他收益	61	71	45	40	25
固定资产	3046	2937	3575	4085	4391	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	650	907	1027	1137	1254	投资净收益	1	2	1	0	2
其他非流动资产	1133	1784	1698	1570	1612	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	7449	8203	9247	9964	10709	营业利润	116	175	292	400	538
流动负债	2274	2613	2370	2340	2415	营业外收入	0	1	2	1	0
短期借款	1647	1743	1594	1530	1496	营业外支出	1	3	3	4	1
应付票据及应付账款	287	389	475	528	574	利润总额	116	172	290	397	537
其他流动负债	339	481	300	281	345	所得税	0	-7	-1	-1	-1
非流动负债	1000	1283	1252	1188	1107	净利润	116	179	291	397	538
长期借款	433	466	434	370	289	少数股东损益	-15	-22	-6	-8	-11
其他非流动负债	567	818	818	818	818	归属母公司净利润	131	202	297	405	548
负债合计	3274	3896	3622	3528	3522	EBITDA	427	507	606	771	975
少数股东权益	579	527	521	513	502	EPS (元)	0.19	0.30	0.43	0.59	0.80
股本	488	488	683	683	683						
资本公积	2122	2131	1936	1936	1936						
留存收益	927	1089	1293	1571	1947						
归属母公司股东权益	3596	3781	5104	5923	6685						
负债和股东权益	7449	8203	9247	9964	10709						

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	609	695	934
净利润	116	179	291	397	538
折旧摊销	201	212	214	284	355
财务费用	121	112	113	105	115
投资损失	-1	-2	-1	0	-2
营运资金变动	21	-89	-9	-91	-72
其他经营现金流	-21	-7	0	0	0
投资活动现金流	-580	-855	-1030	-811	-845
资本支出	581	858	673	492	465
长期投资	0	0	-143	-35	-27
其他投资现金流	1	3	-500	-354	-407
筹资活动现金流	-993	190	-430	-242	-271
短期借款	-1228	95	0	0	0
长期借款	-63	33	-31	-64	-81
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	-398	-178	-190
现金净增加额	-1134	-266	-851	-358	-182

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	66.9	36.9	34.4
归属于母公司净利润(%)	78.7	54.3	47.2	36.6	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	6.4	8.2	10.1
ROIC(%)	3.7	4.5	5.9	7.1	8.6
偿债能力					
资产负债率(%)	43.9	47.5	39.2	35.4	32.9
净负债比率(%)	46.3	60.4	46.5	39.5	32.6
流动比率	1.2	1.0	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.6	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	2.8	2.8
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	0.43	0.59	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.59	0.89	1.02	1.37
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	123.6	80.1	54.4	39.8	29.4
P/B	4.5	4.3	4.0	3.7	3.4
EV/EBITDA	43.7	38.0	31.0	24.1	18.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 股价为 2021 年 8 月 30 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One561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