CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

万泽股份 000534.SZ

当前股价：16.39 元
2016 年 07 月 10 日

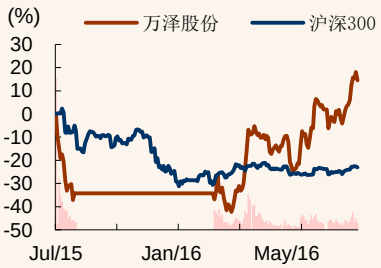
地产业务逐渐剥离，战略转型稳步推进

基础数据

上证综指	2988
总股本（万股）	49179
已上市流通股（万股）	49104
总市值（亿元）	81
流通市值（亿元）	80
每股净资产（MRQ）	2.6
ROE（TTM）	0.4
资产负债率	51.3%
主要股东	万泽集团有限公司
主要股东持股比例	52.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	74	3
相对表现	9	79	16



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《万泽股份（000534）—引入核心技术团队，战略转型前景可期》2016-06-26

王超
010-57601716
wangchao18@cmschina.com.cn
S1090514080007

赵可
0755-82943231
zhaoke@cmschina.com.cn
S1090513110001

研究助理
卫喆
weizhe@cmschina.com.cn

事件：

公司发布 2016 年半年业绩预告，盈利 7000-8800 万，同比增长 75%-120%，主要原因是公司剥离地产业务实现投资收益以及下属企业中南研究院获得高温合金项目政府补贴收入。

评论：

1、转型战略稳步推进，政府扶持力度加大：

从公司半年业绩可以看出，公司的战略转型正在稳步推进，房地产业务逐渐剥离，投资收益有效支撑公司转型期的业绩，为转型高温合金奠定坚实基础；深圳市已经将航空航天作为重点发展产业，公司从 13 年以来已经获得多项政府补助，随着国家“两机”专项的公布在即，预计拥有国内领先技术团队的公司将继续获得国家和地方政府的有力支持。

2、引入核心技术团队，产业布局合理

公司与中南大学联合设立了万泽中南研究院，组建了包括中国工程院黄伯云院士、多名在国际航空发动机公司长期从事研发和产业化工作的顶级专家等组成的团队，核心团队技术领先，在航空发动机叶片良品率、硫含量控制等技术领域取得了系列突破；此外公司目前在深圳、长沙分别建立了研发中心和 1600 平米的精密铸造工程中心，另外在深汕和上海等地分别计划筹建产业基地，产研体系初步建立。在高温合金母合金技术研发方面，已成功熔炼近 300 炉，建立了超高纯度高温合金熔炼核心技术体系。同时还与业内机构形成了良好的合作关系。

3、政策暖风频吹，产业化将带来业绩爆发

随着军民融合上升为国家战略，以及国家“两机”重大专项公布在即，一方面作为高温合金主要应用领域的航空发动机和燃气轮机产业迎来历史发展机遇，将带动高温合金需求的持续提升；另一方面深圳市已经将航空航天作为重点发展产业，公司从 13 年以来已获得多项政府补助，预计将继续得到国家和地方政府的有力支持，未来前景看好。

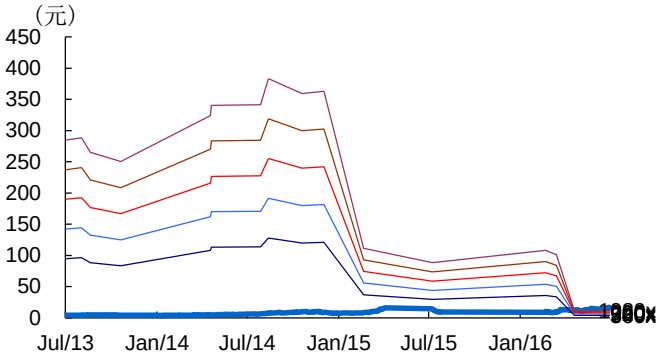
4、增持计划彰显公司信心

公司基于对前景的信心，申请到 16 年 6 月 30 前，增持资金不低于 2,250 万-1.5 亿。目前增持计划已经完成，共增持 609.5 万股，增持金额 6558 万。

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.29、0.33、0.62 元，对应 PE 为 57、50、26 倍，维持“强烈推荐”评级。

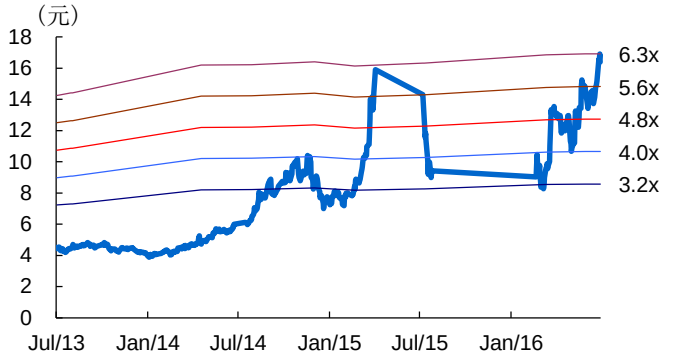
风险提示：研发进展低于预期，产业化进程缓慢。

图 1：万泽股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：万泽股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3121	2975	1941	2220	2657
现金	125	314	1910	2177	2308
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	6	2	8	11	87
其它应收款	149	259	3	4	31
存货	2509	2096	1	2	15
其他	331	304	19	27	216
非流动资产	368	314	152	8	(120)
长期股权投资	0	122	122	122	122
固定资产	301	101	(61)	(204)	(332)
无形资产	1	0	0	0	0
其他	66	91	91	90	90
资产总计	**3489**	**3289**	**2092**	**2227**	**2536**
流动负债	1451	1318	17	18	46
短期借款	94	439	0	0	0
应付账款	196	154	1	2	15
预收账款	118	44	1	2	17
其他	1042	680	14	14	14
长期负债	409	314	314	314	314
长期借款	165	0	0	0	0
其他	244	314	314	314	314
负债合计	**1859**	**1631**	**331**	**332**	**360**
股本	496	492	492	492	492
资本公积金	347	371	371	371	371
留存收益	427	450	542	664	922
少数股东权益	360	346	357	369	392
归属于母公司所有者权益	1270	1312	1405	1527	1784
负债及权益合计	**3489**	**3289**	**2092**	**2227**	**2536**

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	336	(8)	1793	(2)	(133)
净利润	51	46	142	164	307
折旧摊销	22	26	14	(8)	(27)
财务费用	49	30	4	(16)	(18)
投资收益	14	(52)	(120)	(120)	(120)
营运资金变动	205	(50)	1796	(12)	(282)
其它	(5)	(9)	(44)	(11)	6
投资活动现金流	(126)	(92)	175	175	175
资本支出	(27)	(49)	175	175	175
其他投资	(99)	(44)	0	0	0
筹资活动现金流	(444)	109	(373)	94	89
借款变动	(422)	(11)	(439)	0	0
普通股增加	(1)	(4)	0	0	0
资本公积增加	(23)	23	0	0	0
股利分配	0	0	(49)	(43)	(49)
其他	2	101	116	136	138
现金净增加额	(233)	9	1596	267	131

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	527	492	54	76	610
营业成本	251	239	26	36	300
营业税金及附加	70	74	1	1	6
营业费用	10	10	1	2	12
管理费用	89	96	8	11	92
财务费用	34	31	4	(16)	(18)
资产减值损失	(29)	24	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(14)	52	120	120	120
营业利润	88	70	114	142	318
营业外收入	3	4	45	45	50
营业外支出	12	0	0	0	0
利润总额	78	74	158	187	368
所得税	37	36	6	10	37
净利润	41	38	153	177	330
少数股东损益	(10)	(9)	11	12	23
归属于母公司净利润	51	46	142	164	307
EPS（元）	0.10	0.09	0.29	0.33	0.62

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	-53%	-7%	-89%	41%	707%
营业利润	-65%	-20%	62%	25%	124%
净利润	-66%	-9%	206%	16%	87%
获利能力					
毛利率	52.4%	51.4%	51.5%	52.1%	50.8%
净利率	9.7%	9.4%	264.2%	217.5%	50.4%
ROE	4.0%	3.5%	10.1%	10.8%	17.2%
ROIC	3.9%	-3.2%	5.7%	5.6%	11.7%
偿债能力					
资产负债率	53.3%	49.6%	15.8%	14.9%	14.2%
净负债比率	7.4%	13.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.2	2.3	115.5	124.2	57.9
速动比率	0.4	0.7	115.4	124.1	57.6
营运能力					
资产周转率	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2
存货周转率	0.1	0.1	0.0	23.3	35.7
应收帐款周转率	3.7	118.0	10.9	8.2	12.5
应付帐款周转率	1.7	1.4	0.3	23.3	35.7
每股资料（元）					
每股收益	0.10	0.09	0.29	0.33	0.62
每股经营现金	0.68	-0.02	3.65	-0.00	-0.27
每股净资产	2.56	2.67	2.86	3.10	3.63
每股股利	0.00	0.10	0.09	0.10	0.19
估值比率					
PE	158.6	173.6	56.8	49.0	26.2
PB	6.4	6.1	5.7	5.3	4.5
EV/EBITDA	49.9	56.8	54.1	60.4	26.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014 年 7 月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。

赵可：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事房地产行业研究，宏观策略研究，此前所在招商证券宏观研究团队为 13、14 年新财富第六、第七。招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，高级经济师。

卫喆，北京航空航天大学航空发动机系工学学士，中国科学院流体力学硕士，曾在中航工业下属中航商发总体部从事航空发动机研发，2016 年加盟招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。