

应流股份 (603308.SH)

业绩预告略超预期，两机业务高增长

核心观点:

- **Q4 高增长，业绩预告超预期:** 公司发布业绩预告，预计 20 年实现归母净利润 1.97-2.10 亿元，同比增长 50.75%-60.69%；扣非后归母净利润 1.41-1.54 亿元，同比增长 67.55%-82.99%。分季度来看，如果按照预告中枢计算，20Q4 实现归母净利润 7196 万元，同比增长 197%，业绩大幅改善。主要因素有两点：（1）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%，带动收入结构的改善；（2）聚焦主业的同时强化内部管理，成本费用下降 2% 左右，经营效率提升。
- **两机业务放量，切入材料环节:** 在 20 年疫情蔓延的背景下，公司两机业务依然维持高增长，兑现产业升级蓝图，预计随着两机业务持续放量，后续有望展现较强的规模效应。考虑到公司出口规模较高，疫情对公司传统业务板块客户需求产生一定影响。20H1 公司石油天然气、工程和矿山机械等实现营业收入 5.88 亿元，下降 19.10%。但是公司在新的装备业务方面进展良好，核电项目在经历 16-18 年停滞重新进入批复状态，20H1 核能业务收入 1.37 亿元，同比增长 5.2%。公司在加强零部件制造能力的同时，积极向上游材料端延伸，出资用于铸造金属材料的研究材料加工。
- **投资建议:** 预计公司 20-22 年收入 1928/2482/2983 百万元；EPS 分别为 0.42/0.64/0.90 元/股，按最新收盘价计算对应 PE 分别 71/46/33x。随着新业务逐步进入收获期，有望显著提升公司业绩与估值。业可比公司的估值水平，我们给予公司 21 年合理 PE 估值 60x，对应合理价值 38.49 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 需求下滑风险；出口贸易风险；汇率波动风险；折旧摊销费用和存货计提增加风险；新业务进展低于预期风险。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,681	1,860	1,928	2,482	2,983
增长率 (%)	22.3	10.7	3.6	28.8	20.2
EBITDA (百万元)	364	367	433	586	719
归母净利润 (百万元)	73	131	203	313	440
增长率 (%)	21.6	78.7	55.5	54.0	40.5
EPS (元/股)	0.17	0.27	0.42	0.64	0.90
市盈率 (P/E)	47.56	56.05	71.30	46.29	32.95
ROE (%)	2.5	3.6	5.4	7.7	9.7
EV/EBITDA	15.21	24.49	37.91	27.74	22.28

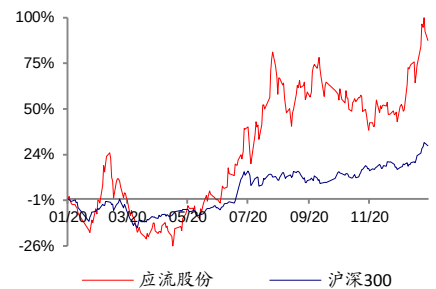
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	32.06 元
合理价值	38.49 元
前次评级	买入
报告日期	2021-01-11

相对市场表现



分析师:

孙柏阳



SAC 执证号: S0260520080002



021-38003680



sunboyang@gf.com.cn

分析师:

代川



SAC 执证号: S0260517080007



SFC CE No. BOS186



021-38003678

daichuan@gf.com.cn

请注意，孙柏阳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

应流股份 (603308.SH): 单季 2020-11-01

度边际改善，业绩符合预期

应流股份 (603308.SH): 拨云 2020-09-01

见日，从空间和壁垒看两机业

务路径

应流股份 (603308.SH): 上半 2020-08-30

年业绩超预期，两机业务放量

表 1: 应流股份可比公司PE估值情况可比 (市值统计截止2021.01.11收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	市值	净利润 (百万元)			PE估值水平		
			(亿元)	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
航发动力	600893	航空发动机	1854	1077	1333	1698	172	139	109
钢研高纳	300034	高温母合金	155	156	193	254	100	81	61
中航高科	600862	航空新材料	506	552	472	641	92	107	79

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 航发动力、钢研高纳、中航高科盈利预测来自 Wind 一致预测

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,667	2,620	2,269	2,797	3,240	经营活动现金流	384	437	494	314	388
货币资金	1,637	614	200	300	300	净利润	68	116	194	304	431
应收及预付	738	636	676	868	1,042	折旧摊销	193	201	197	219	225
存货	1,247	1,294	1,325	1,558	1,823	营运资金变动	25	27	-19	-319	-377
其他流动资产	45	76	68	71	74	其它	97	92	123	111	108
非流动资产	4,401	4,829	4,810	4,641	4,467	投资活动现金流	-58	-580	-193	-48	-46
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-350	-581	-206	-48	-48
固定资产	3,084	3,046	2,972	3,277	3,179	投资变动	-9	0	0	0	0
在建工程	665	1,008	1,108	608	508	其他	302	1	14	0	2
无形资产	370	406	434	460	483	筹资活动现金流	588	-993	-715	-166	-342
其他长期资产	281	369	297	297	297	银行借款	242	-1,416	-49	-58	-241
资产总计	8,068	7,449	7,079	7,439	7,706	股权融资	500	605	0	0	0
流动负债	3,643	2,274	2,167	2,223	2,059	其他	-155	-182	-666	-109	-101
短期借款	2,875	1,647	1,599	1,541	1,300	现金净增加额	914	-1,136	-414	100	0
应付及预收	321	308	360	447	501	期初现金余额	658	1,571	614	200	300
其他流动负债	447	318	208	235	258	期末现金余额	1,571	437	200	300	300
非流动负债	949	1,000	583	583	583						
长期借款	495	433	433	433	433						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	454	567	150	150	150						
负债合计	4,591	3,274	2,749	2,805	2,642						
股本	434	488	488	488	488						
资本公积	1,571	2,122	2,122	2,122	2,122						
留存收益	818	927	1,130	1,443	1,883						
归属母公司股东权益	2,881	3,596	3,760	4,073	4,513						
少数股东权益	595	579	569	560	552						
负债和股东权益	8,068	7,449	7,079	7,439	7,706						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,681	1,860	1,928	2,482		成长能力					
营业成本	1,082	1,193	1,209	1,496	1,751	营业收入增长	22.3%	10.7%	3.6%	28.8%	20.2%
营业税金及附加	30	40	44	57	69	营业利润增长	38.1%	41.2%	77.3%	55.4%	42.2%
销售费用	53	59	48	62	75	归母净利润增长	21.6%	78.7%	55.5%	54.0%	40.5%
管理费用	149	161	164	211	251	获利能力					
研发费用	198	241	226	288	343	毛利率	35.6%	35.9%	37.3%	39.7%	41.3%
财务费用	138	121	101	103	94	净利率	4.0%	6.2%	10.0%	12.2%	14.5%
资产减值损失	-1	0	1	5	12		2.5%	3.6%	5.4%	7.7%	9.7%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	ROIC	2.6%	2.9%	3.6%	5.4%	7.0%
投资净收益	0	1	5	0	2	偿债能力					
营业利润	82	116	206	321	456	资产负债率	56.9%	43.9%	38.8%	37.7%	34.3%
营业外收支	-1	-1	-1	3	3	净负债比率	45.7%	30.6%	30.1%	27.9%	23.8%
利润总额	82	116	206	323	459	流动比率	1.01	1.15	1.05	1.26	1.57
所得税	14	0	12	19	28	速动比率	0.65	0.57	0.42	0.53	0.66
净利润	68	116	194	304	431	营运能力					
少数股东损益	-5	-15	-10	-9	-9	总资产周转率	0.23	0.24	0.27	0.34	0.39
归属母公司净利润	73	131	203	313	440	应收账款周转率	2.48	2.90	3.04	3.04	3.04
EBITDA	364	367	433	586	719	存货周转率	0.91	0.94	0.91	0.96	0.96
EPS (元)	0.17	0.27	0.42	0.64	0.90	每股指标 (元)					
						每股收益	0.17	0.27	0.42	0.64	0.90
						每股经营现金流	0.88	0.90	1.01	0.64	0.79
						每股净资产	6.64	7.37	7.71	8.35	9.25
						估值比率					
						P/E	47.56	56.05	71.30	46.29	32.95
						P/B	1.21	2.04	3.85	3.56	3.21
						EV/EBITDA	15.21	24.49	37.91	27.74	22.28

广发机械行业研究小组

代 川：资深分析师，中山大学数量经济学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。

周 静：资深分析师，上海财经大学会计学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

孙 柏 阳：高级分析师，南京大学金融工程硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李 宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。