

应流股份 (603308.SH)

两机业务推进顺利，下游景气度有所分化

核心观点：

- **两机业务海外有望修复，国内推进顺利：**全球疫情的持续发酵对于整个航空制造和服务产业造成不利冲击，根据官网的披露，20年1-5月波音公司累计交付60架飞机，同比下降72.5%。而当前737MAX完成认证试飞，若后续复飞审批通过，有望在年底前恢复服务。国外航空产业度过“至暗时刻”，静待复苏。国内方面，在自主可控的背景下，两机业务推进顺利。公司2019年两机业务收入增长102.8%，毛利率增加1.09pct，为多个航空发动机型号配套，在经历前期高强度资源投入后有望进入收获期。
- **传统主业景气度呈现差异化：**国际油价已较年内低点显著回升，根据EIA的数据，20年6月29日WTI原油期货价格39.70美元/桶，预计国际油价在减产协议延续、需求回暖的背景下继续向合理区间靠拢，公司油气业务订单有望修复。而受到经销商去库存、供应链压力等的影响，公司大客户卡特彼勒5月销量下滑23%，海外工程机械接受压力测试；核电方面，2019年核电项目重启，根据WNA的统计，截止20年4月我国在建核电站机组12个，装机容量12244MW，公司在手核电订单加速交付。
- **投资建议：**预计公司20-22年收入2201/2544/2970百万元；EPS分别为0.42/0.59/0.80元/股，按最新收盘价计算对应PE分别49/35/26x。考虑到公司传统业务稳定，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。当前可比公司20年平均PE估值为48x，考虑到公司的业绩增速，我们给予10%的溢价，给予公司20年合理PE估值53x，对应合理价值为22.26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：

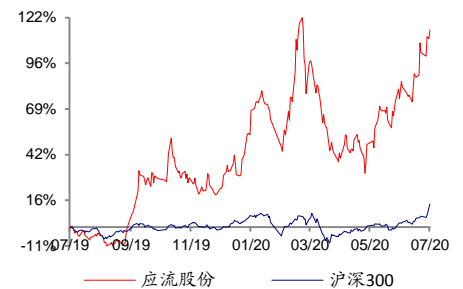
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,681	1,860	2,201	2,544	2,970
增长率(%)	22.3	10.7	18.3	15.6	16.7
EBITDA(百万元)	364	367	466	557	662
归母净利润(百万元)	73	131	207	290	391
增长率(%)	21.6	78.7	58.3	40.2	34.7
EPS(元/股)	0.17	0.27	0.42	0.59	0.80
市盈率(P/E)	47.56	56.05	49.01	34.95	25.94
ROE(%)	2.5	3.6	5.5	7.2	8.8
EV/EBITDA	15.21	24.49	26.35	21.48	17.65

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	20.78元
合理价值	22.26元
前次评级	买入
报告日期	2020-07-05

相对市场表现



分析师：

罗立波



SAC 执证号：S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

分析师：

刘芷君



SAC 执证号：S0260514030001



SFC CE No. BMW928



021-60750802

liuzhijun@gf.com.cn

分析师：

周静



SAC 执证号：S0260519090001



021-60750636



zhoujing@gf.com.cn

请注意，罗立波、周静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):航空 2020-04-28
业务稳步推进，债务压力减轻
- 应流股份(603308.SH):积淀 2020-01-21
步，至千里；积小流，成江海
- 应流股份(603308.SH):费用 2019-10-31
收缩释放利润弹性，两机业务进入收获期

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、两机产业：国内外出现景气度差异.....	4
二、油气业务：减产规模延续，油价探底回升.....	6
三、工程机械：海外接受压力测试.....	7
四、核电：项目重启，核电建设再起航.....	8
五、投资建议与风险提示.....	10

图表索引

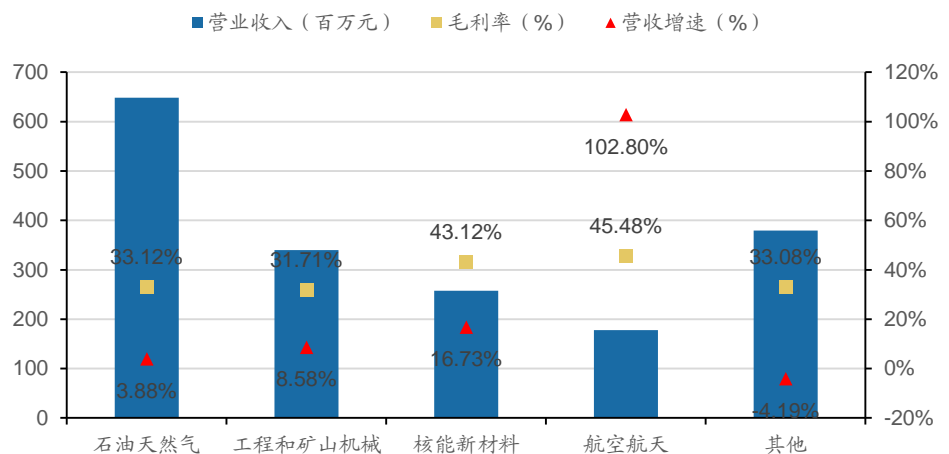
图 1: 2019 年公司下游行业划分及毛利率	4
图 2: 航空客运前景展望	5
图 3: 公司研发投入 (百万元) 及费用率	6
图 4: 递延收益与政府补助 (百万元)	6
图 5: WTI 原油期货价格 (美金/桶)	7
图 6: 卡特彼勒 2020 年单月销量同比增速	8
图 7: 新开工核电机组情况 (个)	9
表 1: 波音公司在手订单 (单位: 架, 截止 2020 年 5 月 31 日)	4
表 2: 波音公司历史交付量 (架)	5
表 3: 艾默生对于 2020 财年的业绩指引	7
表 4: 目前中国主要在建核电站 (截止 2020 年 4 月)	9
表 5: 分项业务收入拆分 (金额单位: 百万元)	10
表 6: 应流股份可比公司 PE 估值情况可比 (市值统计截止 2020.07.03 收盘) .	11

一、两机产业：国内外出现景气度差异

应流股份是专用设备零部件生产领域内的领先企业，主要产品为泵及阀门零件、机械装备构件，应用于航空航天、核电、油气、资源及国防军工等高端装备领域。公司的制造技术、生产装备达到国内领先水平，产品出口以欧美为主的30多个国家、近百家客户，其中包括通用电气、西门子、卡特彼勒、斯伦贝谢等十余家世界500强企业和艾默生等众多全国业龙头。

2019年公司实现收入18.6亿元，同比增长10.66%；归母净利润1.31亿元，同比增长78.67%。分业务来看，2019年石油天然气收入增长3.8%，毛利率减少0.82 pct；工程和矿山机械增长8.6%，毛利率减少0.77pct；核能业务增长16.7%，毛利率增长0.39pct，19年核电项目审批再次重启，公司在手订单加速交付；航空业务增长102.8%，毛利率增加1.09pct，为国内外多个航空发动机型号配套。

图 1：2019年公司下游行业划分及毛利率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

今年以来，受疫情持续发酵、国际油价巨幅波动、中美贸易摩擦等影响，公司下游行业景气度有所分化。

国外航空产业度过“至暗时刻”，静待复苏。今年以来，全球疫情的持续发酵，加上部分737 MAX机型停飞，对于整个航空制造和服务产业造成不利冲击。根据波音公司官网的披露，20年1-5月公司累计交付60架飞机，同比下降72.5%；截止到5月31日，公司累计在手订单58架，今年以来取消或者因会计报表口径的变化，导致订单净减少602架。

737MAX完成认证试飞。根据美国联邦航空管理局(FAA)和路透社的报道，一架波音737Max在美国西雅图展开关键飞行测试，包括一系列飞行演习和紧急程序，若后续复飞审批通过，737MAX有望在年底前恢复在美国的服务。Boeing公司预计民航客运营流量需要2-3年时间才能恢复到2019年的水平，并在之后恢复长期趋势增长，对于未来持谨慎乐观态度。

表 1：波音公司在手订单（单位：架，截止2020年5月31日）

型号	737	747	767	777	787	总数
总订单量	18	1	8	2	29	58

订单变化量	-313	-2		-3	-4	-322
减去取消/交付后的订单	-295	-1	8	-1	25	-264
ASC606 变化	-320	-3		-12	-3	-338
净订单数	-615	-4	8	-13	22	-602

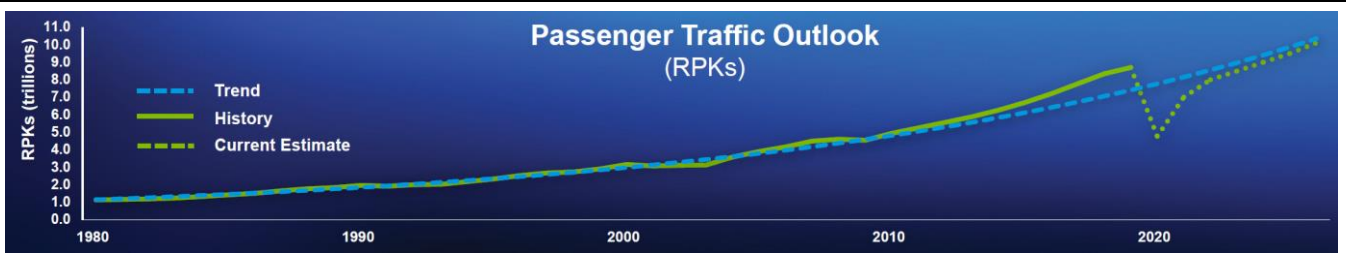
数据来源: Boeing 官网, 广发证券发展研究中心

表 2: 波音公司历史交付量 (架)

	737	747	767	777	787	合计
2019 年 1 月	34		2	2	8	46
2019 年 2 月	32	1	4	1	11	49
2019 年 3 月	23	1	6	7	17	54
2019 年 4 月	9	1		1	12	23
2019 年 5 月	34		2	2	8	46
2019 年 1-5 月交付	132	3	14	13	56	218
2020 年 1-5 月交付	7		11	9	33	60

数据来源: Boeing 官网, 广发证券发展研究中心

图 2: 航空客运前景展望



数据来源: Boeing 20Q1 Presentation, 广发证券发展研究中心

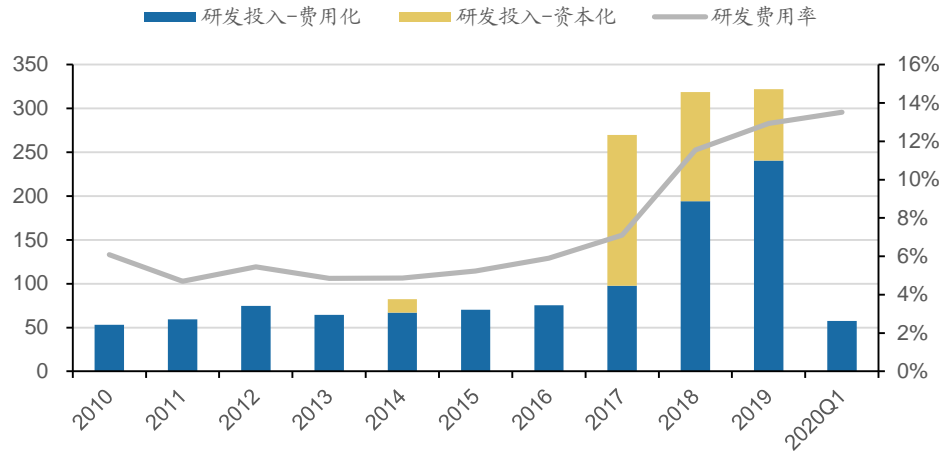
在自主可控的背景下, 国内两机业务推进顺利。中国的航空发动机历经“引进—仿制—自主研发”的阶段, 当前仍以进口俄罗斯发动机为主, 而自主WS-10历经多年发展, 已较为稳定, 是战斗机自主可控的动力源。今年以来, 我国航空发动机推进顺利, 根据中国航发航空科技官网3月6日发布的成发集团“决战六十天 决胜攻坚战”的报道, 420厂所承担的某型号发动机“生命工程”项目从去年11月4日开始进入批产交付的重要阶段。而公司近几年持续加大航空发动机、燃气轮机叶片的投入, 2018年以来与国内外众多领先客户签署了长期合作协议并持续稳定供货, 是中国航发集团以外为航空发动机配套的极少数企业之一。

研发投入较大: 从研发的角度来看, 核能、航空领域的产品具备技术难度高、认证时间长的特征, 在实现“从0到1”的过程中, 公司需要投入大量的研发费用, 2017-2019年研发费用率均超过10%。根据年报的披露, 公司已掌握长寿命航空发动机叶片、大尺寸燃气轮机空心定向叶片、航空发动机复杂结构薄壁机匣等关键技术。

符合产业发展, 政府补助有明显增长但只有少量确认在利润表当中: 公司近年来开发的新业务、新产品紧密结合国家的产业政策, 获得的一系列政府补助等其他收益, 计入非经常性损益。截止到20Q1末, 公司累计递延收益2.66亿元。根据《应流股份

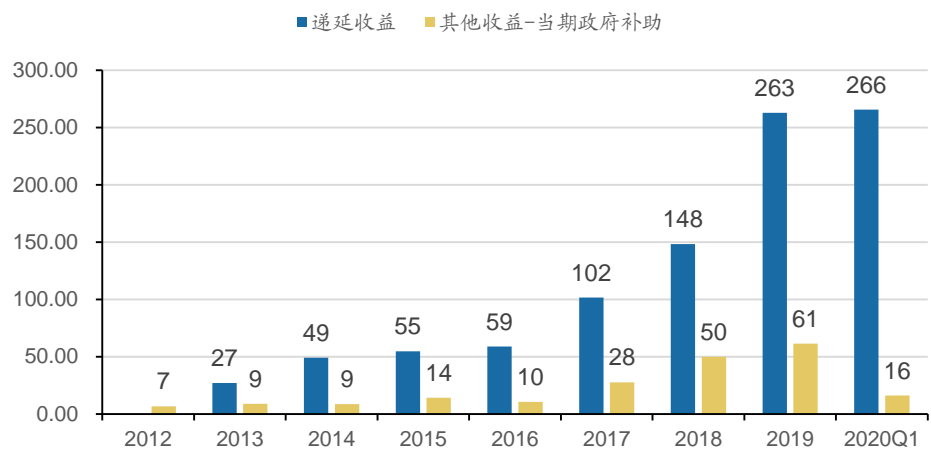
关于获得政府补助的公告》的披露，20年1月1日至5月11日，公司累计收到与收益相关的政府补助784万元，与资产相关的政府补助13410万元，显著增厚公司业绩。

图 3: 公司研发投入 (百万元) 及费用率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 4: 递延收益与政府补助 (百万元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

二、油气业务: 减产规模延续, 油价探底回升

在石油天然气领域, 公司下游客户以艾默生、斯伦贝谢为主。根据艾默生的财报数据, 2020财年第二季度 (对应20年1-3月) 营业收入42亿美元, 同比下降9%, 主要在于新型冠状病毒肺炎的蔓延及其相关不确定性; 此外, 由于地缘政治紧张局势和全球供应变化, 石油和天然气价格下跌对于业务形成冲击。公司整体滚动三个月基本订单率下降3%, 但同期经营性净现金流增长10%, 达5.88亿美元。

另外艾默生更新了20财年展望，以反映疫情的影响及不断演变的能源市场动态，预期20财年收入下滑约9%-11%，调整后EPS预期为3.00美元至3.20美元（之前为3.55至3.80美元）。

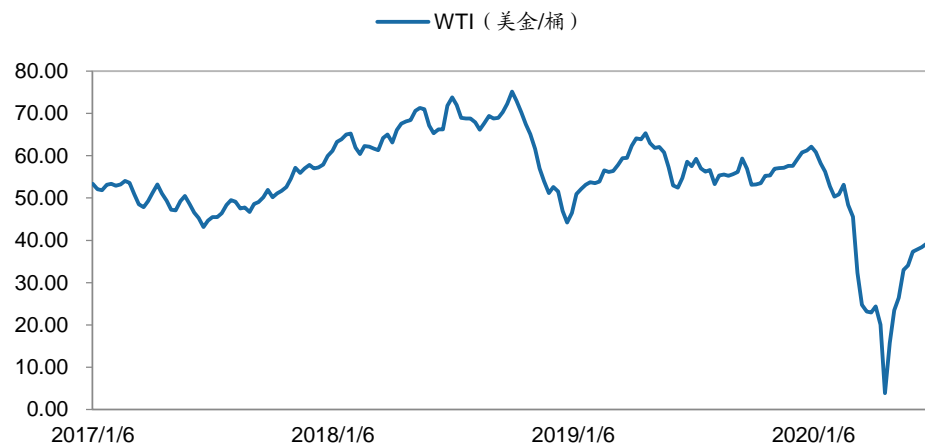
表 3: 艾默生对于2020财年的业绩指引

项目	前期指引 (2020-02-04)	最新指引 (2020-04-21)
销售额增长率	-2%~2%	-11%~-9%
GAAP EPS	3.27~3.52 美元	2.62~2.82 美元
调整后 EPS	3.55~3.80 美元	3.00~3.20 美元
经营性净现金流	31.5 亿美元	27.5 亿美元
资本开支	6.5 亿美元	5.5 亿美元
股票回购	15 亿美元	9.5 亿美元
自由现金流	25 亿美元	22 亿美元

数据来源：艾默生季报，广发证券发展研究中心

今年国际油价在产油国恶性竞争的影响下大幅暴跌，当前价格已较年内低点显著回升。根据EIA的数据，20年6月29日布伦特原油期货价格41.71美元/桶，WTI原油期货价格39.70美元/桶。二季度OPEC+达成史上最高减产协议，并在7月份继续推行，我们认为国际油价在减产协议延续、需求回暖的背景下有望继续向合理区间靠拢。而根据EIA的最新预测，今年下半年需求修复超越供应端的增速将带动全球原油市场重现供应缺口，其中Q3原油供应缺口预计将逐步增大，Q4则适度收缩，下半年平均供应缺口约313万桶/日。公司下游客户经营相对稳定，油气业务订单有望修复。

图 5: WTI原油期货价格 (美金/桶)



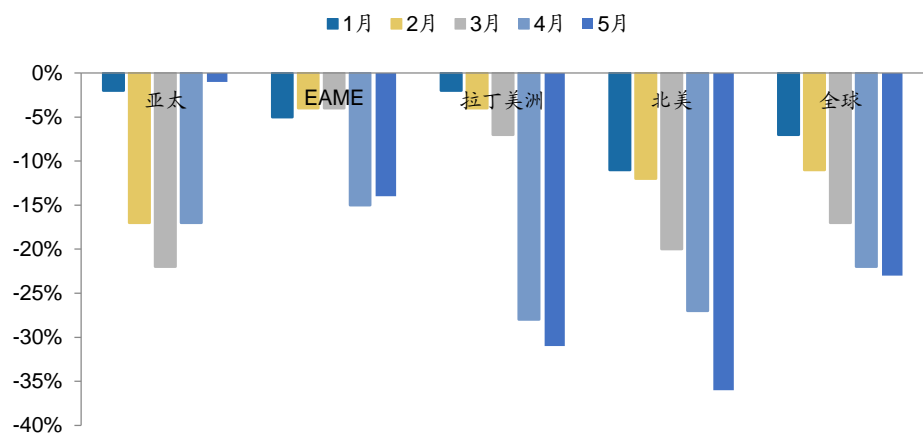
数据来源：EIA，广发证券发展研究中心

三、工程机械：海外接受压力测试

海外工程机械接受压力测试：国内工程机械在疫情之后展现出需求韧性，2020年5

月国内挖掘机销量3.17万台，同比增长67.98%；但是海外工程机械市场需求比预期更弱，公司大客户卡特彼勒公布了单月销售数据，其中亚太地区5月降幅继续收窄，得益于疫情控制后的需求反弹，但是拉丁美洲、北美地区持续下滑，并呈现扩大趋势。根据季报的披露，卡特彼勒20Q1实现收入106亿美元，同比下降21%，EPS下降39%。其中，工程机械收入下降27%，能源机械下降24%，主要在于终端需求疲软和经销商的库存变化；同时，随着疫情的持续发酵，经销商去库存的趋势可能会持续，卡特彼勒于3月26日撤回了关于全年业绩预期的指引。由于受到全球经济不确定性、经销商去库存、供应链压力等因素的影响，下游客户业务波动，可能会给公司工程机械业务订单带来一定影响。

图 6：卡特彼勒2020年单月销量同比增速



数据来源：卡特彼勒官网，广发证券发展研究中心

四、核电：项目重启，核电建设再起航

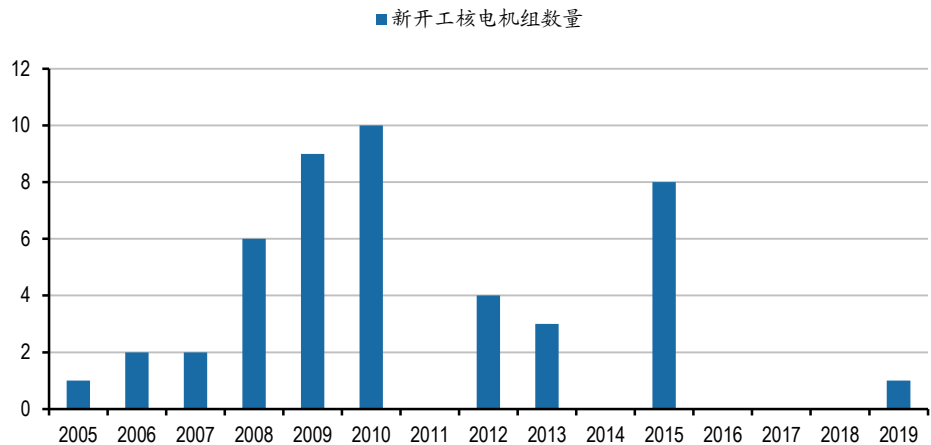
历史上，我国核电新开工项目有一定的波动：2005-2010年是我国核电行业快速期，2010年新开工机组达到10台，为历史高点。2011年经历日本福岛核电站泄露事故后，我国暂停了核电站所有新建项目，相关核电产品需求被遏抑。2015年核电项目重启后当年新开工机组达到8台。

2016-2018年中国核电新项目审批再次进入停滞，主要在于AP1000的三代核电技术稳定性有待验证。而随着2018年4月25日，首台AP1000核电机组——浙江三门核电厂1号机组，获得中国国家核安全局颁发的首次装料批准书，AP1000已经在中国成功投运，同时华龙一号首堆建设稳步推进，我国已积累较多三代核电技术建设经验，2019年核电项目审批再次重启。根据中国核能协会及中国核电的公告，2019年新审批4台机组，分别为漳州核电站1号、2号机组，太平岭核电站1号、2号机组。其中，漳州核电站1号机组已于2019年10月16日浇筑核岛第一罐混凝土（FCD），标志着机组正式开工建设，采用我国三代百万千瓦级“华龙一号”核电技术，“华龙一号”示范工程——福清核电5、6号机组已分别于2015年5月7日、2015年12月22日开工。

根据中国核电的披露，田湾5号机组和福清5号机组预计于今年年底投入商业运行，田湾6号机组和福清6号机组预计将于明年投入商业运行，漳州1号预计将于2025年投入商业运行。

我国储备核电项目充足。根据World Nuclear Association及我们的后续统计，截止2020年4月，我国目前在运营的核电站机组共计47个，装机容量48486MW；在建核电站机组12个，装机容量12244MW；储备核电项目44个，装机容量50960MW。

图 7: 新开工核电机组情况 (个)



数据来源：中国核能协会，广发证券发展研究中心

表 4: 目前中国主要在建核电站 (截止2020年4月)

序号	核电站	机组	装机容量/MW	开工时间	预计运营时间	主要股东
1	防城港核电站	3号机组	1150	2015.12.24	2022	中广核集团
2		4号机组	1150	2015.16.24	2022	中广核集团
3	福清核电站	5号机组	1150	2015.05.07	2020	中核集团
4		6号机组	1150	2015.12.22	2021	中核集团
5	红沿河核电站	5号机组	1118	2015.03.29	2021	中广核集团
6		6号机组	1118	2015.07.24	2022	中广核集团
7	田湾核电站	5号机组	1118	2015.12.27	2020	中核集团
8		6号机组	1118	2016.9.27	2021	中核集团
9	石岛湾核电站	1号机组	210	2012.12.09	2020	华能集团
10	漳州核电站	1号机组	1150	2019.10.16	2025	中核集团
11	霞浦核电站	1号机组	600	2017.12.29	2023	中核集团、华能集团
12	太平岭核电站	1号机组	1150	2019.12.30	2025	中广核集团

数据来源：World Nuclear Association，广发证券发展研究中心

公司核电业务在手订单加速交付。2010年公司加大开拓国内核电业务，新增东方电气、上海电气、沈鼓动力等客户；2015年设立合资成立应流久源，从事中子吸收材料等材料相关业务。根据年报的披露，2019年国家能源局核准了多个新建核电项目，公司陆续接到新项目订单，同时在手核电订单加速交付，19年核能领域收入2.57亿

元，同比增长16.73%。2019年，随着华龙一号技术成熟和三门1号核电机组的顺利并网发电，核电新机组审批重启，相关需求有望实现较好的增长。

五、投资建议与风险提示

盈利预测关键假设：公司业务按照下游分类主要包括石油天然气设备零部件、工程和矿山机械零部件、核能新材料及零部件、航空航天新材料及零部件。

- 石油天然气设备零部件：**在能源安全的战略要求下，“三桶油”提出2019年加大勘探开发力度，对公司石油天然气设备零部件业务有积极影响，考虑到当前油价向合理区间靠拢，我们预计公司该业务20-22年收入分别同比增长15%、10%、8%，同时规模效应下带来毛利率的一定改善。
- 工程和矿山机械零部件：**2020年公司下游大客户卡特彼勒经营情况具备一定压力，海外工程机械需求接受压力测试，我们预计20-22年该业务收入增速分别为-10%、-5%、-5%，毛利率略有下降。
- 核能新材料及零部件：**公司2019年订单交付加速，并随着核电项目审批重启，该业务有望持续获得批量订单，我们预计20-22年该业务收入增速保持在20%-30%之间，中子吸收材料、金属保温层等毛利较高的产品交货增加有望改善该项业务毛利率水平。
- 航空航天新材料及零部件：**2019年与国内外龙头企业签订长期战略合作协议，有望长期、稳定的供货，该业务在经历前期高强度资源投入后有望进入收获期，收入呈现高速增长，且毛利率在放量基础上有望进一步提升。
- 费用率方面：**随着两机产品开始逐步成熟放量，研发费用的增长趋缓；当前非公开发行股票顺利实施，偿还银行贷款后也有望带来财务费用的进一步下降。

表 5：分项业务收入拆分（金额单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
石油天然气设备零部件	520	624	649	746	820	886
YOY	-12.4%	20.0%	3.9%	15.0%	10.0%	8.0%
毛利率	30.1%	33.9%	33.1%	33.0%	34.0%	34.0%
工程和矿山机械设备零部件	258	313	340	306	290	276
YOY	53.3%	21.4%	8.6%	-10.0%	-5.0%	-5.0%
毛利率	27.1%	32.5%	31.7%	32.0%	32.0%	31.5%
核能新材料及零部件	219	221	257	335	418	502
YOY	29.5%	0.6%	16.7%	30.0%	25.0%	20.0%
毛利率	42.2%	42.7%	43.1%	44.0%	45.0%	45.0%
航空航天新材料及零部件	46.5	88	178	356	533	800
YOY	96.9%	88.4%	102.8%	100%	50%	50%
毛利率	41.1%	44.4%	45.5%	46.0%	46.5%	47.0%
其他高端装备零部件及其它收入	331	436	437	459	482	506

YOY	3.2%	31.7%	0.3%	5%	5%	5%
毛利率	32.0%	35.0%	34.9%	34.5%	35.0%	35.0%
营业收入合计	1,375	1,681	1,860	2,201	2,544	2,970
YOY	7.8%	22.3%	10.7%	18.3%	15.6%	16.7%
营业成本合计	931	1,082	1,193	1,388	1,568	1,803
YOY	2.7%	16.2%	10.3%	16.3%	13.0%	15.0%
毛利率	32.3%	35.6%	35.9%	36.9%	38.4%	39.3%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

投资建议：预计公司20-22年收入2201/2544/2970百万元；EPS分别为0.42/0.59/0.80元/股，按最新收盘价计算对应PE分别49/35/26x。

A股上市公司中与应流股份主业相关的可比公司包括航发动力、钢研高纳、中航高科。可比公司2020年平均PE估值为48x，考虑到公司主要生产石油天然气设备、工程和矿山机械、核能、航空航天等高端零部件，主要产品均属于全球行业内顶级客户专门定制的非标准零部件。同时，公司航空业务已经步入放量阶段，未来业绩端增速较高。综合考虑业务发展情况，参考可比公司估值水平，我们给予公司20年PE 53x，PEG小于1，对应合理价值为22.26元/股，维持“买入”评级。

表 6：应流股份可比公司PE估值情况可比（市值统计截止2020.07.03收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润(百万元)			PE估值水平		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
航发动力	600893	航空发动机	549	1077	1274	1498	51	43	37
钢研高纳	300034	高温母合金	83	156	189	239	54	44	35
中航高科	600862	航空新材料	239	552	420	569	43	57	42

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

风险提示：

需求下滑风险：油价持续低位，全球经济放缓等都将对公司产品需求产生影响。

出口贸易风险：公司出口占比较高，美国关税增加后目前产品需求尚未受到明显影响，但如果中美摩擦升级可能对部分需求带来负面影响。

汇率波动风险：2019年公司超过60%的营业收入来自海外地区，如果汇率大幅波动，将对以外币结算的经营业务产生影响。

折旧摊销费用和存货计提增加风险：公司对新业务的持续投入带来固定资产和在建工程增加，可能带来折旧摊销费用增加。此外，随着业务种类扩充，公司存货增长较快，可能存在计提减值增加的风险。

新业务进展低于预期风险：公司航空产品相关业务，具体业务发展可能受到产品研发进展、市场开拓进度等影响。

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	2,562	2,895	3,291	经营活动现金流	384	437	293	442	368
货币资金	1,637	614	200	300	300	净利润	68	116	207	290	391
应收及预付	738	636	772	891	1,040	折旧摊销	193	201	197	201	205
存货	1,247	1,294	1,521	1,632	1,877	营运资金变动	25	27	-245	-166	-338
其他流动资产	45	76	69	72	74	其它	97	92	135	117	110
非流动资产	4,401	4,829	4,810	4,609	4,405	投资活动现金流	-58	-580	-198	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-350	-581	-206	3	3
固定资产	3,084	3,046	2,972	2,845	2,717	投资变动	-9	0	0	0	0
在建工程	665	1,008	1,108	1,008	908	其他	302	1	9	0	0
无形资产	370	406	434	460	483	筹资活动现金流	588	-993	-509	-344	-370
其他长期资产	281	369	297	297	297	银行借款	242	-1,416	162	-229	-267
资产总计	8,068	7,449	7,372	7,504	7,696	股权融资	500	605	0	0	0
流动负债	3,643	2,274	2,446	2,289	2,089	其他	-155	-182	-671	-115	-103
短期借款	2,875	1,647	1,810	1,581	1,313	现金净增加额	914	-1,136	-414	100	0
应付及预收	321	308	413	468	514	期初现金余额	658	1,571	614	200	300
其他流动负债	447	318	224	240	262	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	3,029	2,871	2,672						
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	1,134	1,424	1,815						
归属母公司股东权益	2,881	3,596	3,764	4,054	4,445						
少数股东权益	595	579	579	579	579						
负债和股东权益	8,068	7,449	7,372	7,504	7,696						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,681	1,860	2,201	2,544	2,970
营业成本	1,082	1,193	1,388	1,568	1,803
营业税金及附加	30	40	44	51	59
销售费用	53	59	55	64	74
管理费用	149	161	187	216	249
研发费用	198	241	257	290	327
财务费用	138	121	107	109	95
资产减值损失	1	0	3	4	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0	0
营业利润	82	116	225	313	422
营业外收支	-1	-1	-1	3	3
利润总额	82	116	225	315	425
所得税	14	0	18	25	34
净利润	68	116	207	290	391
少数股东损益	-5	-15	0	0	0
归属母公司净利润	73	131	207	290	391
EBITDA	364	367	466	557	662
EPS (元)	0.17	0.27	0.42	0.59	0.80

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	22.3%	10.7%	18.3%	15.6%	16.7%
营业利润增长	38.1%	41.2%	93.5%	38.8%	35.0%
归母净利润增长	21.6%	78.7%	58.3%	40.2%	34.7%
获利能力					
毛利率	35.6%	35.9%	36.9%	38.4%	39.3%
净利率	4.0%	6.2%	9.4%	11.4%	13.2%
ROE	2.5%	3.6%	5.5%	7.2%	8.8%
ROIC	2.6%	2.9%	3.8%	5.1%	6.4%
偿债能力					
资产负债率	56.9%	43.9%	41.1%	38.3%	34.7%
净负债比率	45.7%	30.6%	31.8%	28.2%	24.0%
流动比率	1.01	1.15	1.05	1.26	1.58
速动比率	0.65	0.57	0.41	0.53	0.65
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.24	0.30	0.34	0.39
应收账款周转率	2.48	2.90	3.04	3.04	3.04
存货周转率	0.91	0.94	0.91	0.96	0.96
每股指标 (元)					
每股收益	0.17	0.27	0.42	0.59	0.80
每股经营现金流	0.88	0.90	0.60	0.90	0.75
每股净资产	6.64	7.37	7.71	8.31	9.11
估值比率					
P/E	47.56	56.05	49.01	34.95	25.94
P/B	1.21	2.04	2.69	2.50	2.28
EV/EBITDA	15.21	24.49	26.35	21.48	17.65

广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，9年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富机械行业第一名。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 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。
- 王珂：资深分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：高级分析师，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：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	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
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。