

# 应流股份

## 为什么说应流是下一个恒立液压？

### 观点聚焦

#### 投资建议

应流股份是全球铸钢件龙头企业。我们看好公司工业“两机”（航空发动机和燃气轮机）叶片及核电铸件进入放量周期，公司当前所处成长阶段可类比于三年前的恒立液压，随着产能利用率增加，公司盈利能力有望持续提升。重申公司“跑赢行业”评级。

#### 理由

**行业格局有望优化，产能利用率提升带动盈利增长。**2018 年我国铸件产量/企业数量占全球比重 44%/57%，但单厂平均年产量仅为全球平均水平的 77%，我们认为受益于行业整合，应流股份国内市场占有率有望持续提升；从工艺来看，公司具备材料熔铸、铸造成形、精加工、模块化制造的一体化铸造能力，工艺积累和资金规模领先于其他企业。受益于此，公司从早期的普通铸件向航空核电等高端铸件迈进，行业护城河逐渐巩固；当前公司处于产能利用率上行周期，成长阶段可类比于 2017 年处于泵阀业务放量前夕的恒立液压，随着折旧摊销费用率下降，我们预计 2020/2021 年公司净利润率有望分别提升至 10.1%/12.6%，ROE 提升至 5.3%/7.4%。

**两机叶片进入放量阶段，盈利能力有望持续提升。**航空发动机及高温合金叶片被誉为工业皇冠上的明珠。我们测算全球民用和我国特种用途航发叶片市场规模合计约 86 亿美元。公司自 2016 年起加大航发叶片研发力度，2016-2019 年业务收入由 0.24 亿元增长至 1.78 亿元，我们预计 2020/2021 年业务收入有望达到约 3.5/6.0 亿元，复合增速达 84%。此外，航空航天业务毛利率高达 45%，业务收入占比提升将持续推升公司综合毛利率。2019 年公司净利润率/ROE 为 7.0%/4.0%。随着产能投放，折旧摊销占比下降，我们预计公司盈利能力有望持续提升。

**核准重启，核电业务有望迎来爆发。**9 月 2 日国务院批准海南昌江、浙江三澳核电工程，预计总投资 700 亿元，是核电核准正式重启的积极信号。我们预计 2020-2025 年我国每年开工核电站 6-7 台套，公司产品所对应的年均市场容量约 80 亿元。公司为稀缺的核一级铸件生产资质国内持证单位，率先实现中子屏蔽材料等核能材料的国产化突破，有望深度受益于下游需求爆发。2019 年公司核电相关业务收入约 2.6 亿元，我们预计核电重启后，公司相关业务未来有 3 倍成长空间，利润端有望贡献 1.5-2.0 亿元。

#### 盈利预测与估值

我们维持 2020/2021 年 EPS 预测 0.40/0.58 元，对应 48.4%/46.6% 增长速度。公司当前股价对应 2020/2021 年 31.5/26.2 倍 EV/EBITDA。我们维持公司目标价 37.32 元不变，对应 2020/2021 年 42/35 倍 EV/EBITDA，较当前股价有 40.9% 上行空间，维持“跑赢行业”评级。

#### 风险

新产品放量不及预期；汇率波动导致盈利能力下滑。

#### 孔令鑫

分析师

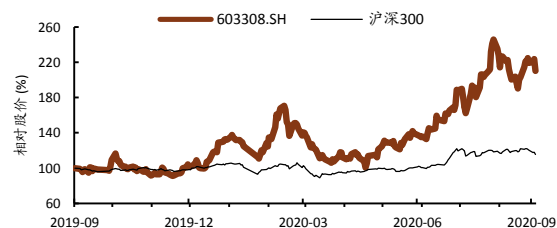
lingxin.kong@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080514080006

SFC CE Ref: BDA769

### 维持跑赢行业

股票代码	603308.SH
评级	跑赢行业
最新收盘价	人民币 26.48
目标价	人民币 37.32
52 周最高价/最低价	人民币 32.14~10.84
总市值(亿)	人民币 129
30 日日均成交额(百万)	人民币 218.04
发行股数(百万)	488
其中：自由流通股(%)	89
30 日日均成交量(百万股)	8.08
主营行业	工业



(人民币 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	1,681	1,860	1,921	2,258
增速	22.3%	10.7%	3.2%	17.5%
归属母公司净利润	73	131	194	284
增速	21.6%	78.7%	48.4%	46.6%
扣非后净利润	29	84	145	230
增速	-28.5%	192.6%	72.3%	58.5%
每股净利润	0.15	0.27	0.40	0.58
每股净资产	5.90	7.37	7.69	8.15
每股股利	0.05	0.09	0.12	0.18
每股经营现金流	0.79	0.90	1.12	1.00
市盈率	176.7	98.9	66.6	45.5
市净率	4.5	3.6	3.4	3.2
EV/EBITDA	36.0	34.7	31.5	26.2
股息收益率	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%
平均总资产收益率	1.0%	1.7%	2.6%	3.7%
平均净资产收益率	2.6%	4.0%	5.3%	7.4%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	1,681	1,860	1,921	2,258	营业收入	22.3%	10.7%	3.2%	17.5%
营业成本	1,082	1,193	1,203	1,379	营业利润	38.1%	41.3%	54.3%	50.2%
税金及附加	30	40	41	49	EBITDA	17.4%	1.3%	11.0%	21.3%
营业费用	53	59	58	67	净利润	21.6%	78.7%	48.4%	46.6%
管理费用	346	402	398	453	扣非后净利润	-28.5%	192.6%	72.3%	58.5%
财务费用	138	121	100	105	<b>盈利能力</b>				
其他	-50	-71	-59	-65	毛利率	33.9%	33.7%	35.2%	36.8%
营业利润	82	116	180	270	营业利润率	4.9%	6.3%	9.4%	12.0%
营业外收支	-1	-1	-1	-1	EBITDA 利润率	25.7%	23.5%	25.3%	26.1%
利润总额	82	116	179	269	净利率	4.4%	7.0%	10.1%	12.6%
所得税	14	0	0	-1	扣非后净利率	1.7%	4.5%	7.5%	10.2%
少数股东损益	-5	-15	-15	-15	<b>偿债能力</b>				
归属母公司净利润	73	131	194	284	流动比率	1.01	1.15	1.04	0.99
扣非后净利润	29	84	145	230	速动比率	0.66	0.58	0.50	0.43
EBITDA	432	437	485	589	现金比率	0.45	0.27	0.19	0.09
<b>资产负债表</b>					资产负债率	56.9%	43.9%	42.8%	42.1%
货币资金	1,637	614	426	228	净债务资本比率	43.0%	28.7%	32.6%	35.7%
应收账款及票据	691	618	612	701	<b>回报率分析</b>				
预付款项	51	39	39	45	总资产收益率	1.0%	1.7%	2.6%	3.7%
存货	1,247	1,294	1,239	1,350	净资产收益率	2.6%	4.0%	5.3%	7.4%
其他流动资产	41	55	60	66	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	3,667	2,620	2,378	2,389	每股净利润 (元)	0.15	0.27	0.40	0.58
固定资产及在建工程	3,749	4,054	4,357	4,578	每股净资产 (元)	5.90	7.37	7.69	8.15
无形资产及其他长期资产	652	775	811	853	每股股利 (元)	0.05	0.09	0.12	0.18
非流动资产合计	4,401	4,829	5,167	5,432	每股经营现金流 (元)	0.79	0.90	1.12	1.00
资产合计	8,068	7,449	7,545	7,821	<b>估值分析</b>				
短期借款	3,192	1,850	1,850	1,850	市盈率	176.7	98.9	66.6	45.5
应付账款及票据	450	424	442	569	市净率	4.5	3.6	3.4	3.2
其他流动负债	0	0	0	0	EV/EBITDA	36.0	34.7	31.5	26.2
流动负债合计	3,643	2,274	2,292	2,419	股息收益率	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%
长期借款和应付债券	495	433	370	308					
其他非流动负债	454	567	568	569					
非流动负债合计	949	1,000	938	876					
负债合计	4,591	3,274	3,230	3,295					
归母所有者权益	2,881	3,596	3,751	3,976					
少数股东权益	595	579	564	550					
负债及股东权益合计	8,068	7,449	7,545	7,821					
<b>现金流量表</b>									
净利润	73	131	194	284					
折旧和摊销	212	201	206	215					
营运资本变动	-32	28	72	-75					
其他	130	77	71	64					
经营活动现金流	384	437	544	488					
资本开支	-475	-541	-501	-429					
其他	417	-39	-28	-31					
投资活动现金流	-58	-580	-529	-460					
股权融资	500	605	0	0					
银行借款	242	-1,416	-63	-63					
其他	-155	-182	-140	-164					
筹资活动现金流	588	-993	-202	-226					
汇率变动对现金的影响	0	2	0	0					
现金净增加额	914	-1,134	-188	-199					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

## 公司简介

安徽应流机电股份有限公司是专业零部件生产领域的领先企业，主要生产泵及阀门零件、机械装备构件等为客户专门定制的非标准零部件。公司产品主要下游应用领域为石油天然气、清洁高效发电、工程和矿山机械行业，且在医疗设备、自动控制、国防军工等其他行业也有广泛应用。公司未来主要看点包括：1) 公司核电主泵泵壳、爆破阀生产技术国内领先，核电重启带来相关业务快速增长；2) 潜在进入涡轮叶片精密铸造领域，长期有望进入航空发动机叶片领域；3) 公司坚持价值链延伸战略，随着精加工产能投产，产品单价及毛利率有望快速提升。



## 目录

<b>投资概要：产能利用率提升有望持续带动盈利增长</b>	<b>5</b>
发展历程：从普通铸件到航空、核电高端铸件	5
股权结构：创始人持股相对集中	5
竞争优势：掌握先进的一体化铸造工艺，客户高端、合作粘性强	6
成长阶段：类比于恒立液压，产能利用率提升有望带动盈利增长	6
<b>应流股份：聚焦高端铸件，工艺精益求精</b>	<b>8</b>
铸件市场：我国铸件/铸钢件产量约占全球一半	8
竞争格局：我国铸件行业特征为大行业、小公司	9
下游市场：石油天然气、工程机械等市场需求广阔	9
竞争优势：精湛工艺与优质客户建立宽阔护城河	10
<b>两机叶片：厚积薄发，产品进入放量阶段</b>	<b>12</b>
两机叶片：工业皇冠上的明珠，全球市场基本由外资垄断	12
市场空间：航发叶片市场规模约 86 亿美元	12
应流股份：高端产品研发突破，业务有望持续放量	13
发展空间：对标 PCC，盈利规模及利润水平仍有较大提升空间	15
成长阶段：类比恒立液压，看好两机产品放量推升盈利能力	15
<b>核电业务：核电核准重启，期待业绩爆发</b>	<b>18</b>
核电业务：核电建设常态化，上行周期开启	18
市场空间：公司产品对应年均市场容量约 80 亿元	18
市场地位：公司在核电铸件、新材料领域处于领先地位	19
前景展望：预计核电产品收入具有 3 倍成长空间，利润端有望贡献 1.5-2.0 亿元。	20
<b>盈利预测与估值</b>	<b>21</b>
盈利预测	21
估值	22



## 图表

图表 1: 应流股份发展历程	5
图表 2: 公司股权结构 (截至 1H20)	6
图表 3: 恒立液压固定资产、折旧、净利润率变化	7
图表 4: 应流股份固定资产、折旧、净利润率变化	7
图表 5: 中国铸件/铸钢件产量约占全球一半	8
图表 6: 2019 年中国铸件市场需求结构	8
图表 7: 各国铸造企业数量	9
图表 8: 各国平均单厂年产量	9
图表 9: 全球/中国工业阀门市场需求结构	10
图表 10: 全球工程机械 50 强企业收入总额	10
图表 11: 公司各业务收入及占比	10
图表 12: 公司各业务毛利率	10
图表 13: 公司掌握先进的一体化铸造工艺	11
图表 14: 公司主要产品应用领域及客户	11
图表 15: 全球前十大熔模铸造企业收入 (2018)	12
图表 16: 国内前十大熔模铸造企业收入 (2018)	12
图表 17: 从发动机市场测算 2020 年全球民用和中国特种用途航发叶片市场空间约 86 亿美元	13
图表 18: 从熔模铸造市场测算 2020 年全球航发叶片市场规模约 120 亿美元	13
图表 19: 应流股份两机叶片研发项目及进度	14
图表 20: 应流股份长期资产快速增长	14
图表 21: PCC 收入规模远大于应流股份	15
图表 22: PCC 盈利规模及利润率远高于应流股份	15
图表 23: 恒立液压固定资产、折旧、净利润率变化	16
图表 24: 应流股份固定资产、折旧、净利润率变化	16
图表 25: 恒立液压泵阀板块营收及毛利率情况	16
图表 26: 应流股份两机叶片板块营收及毛利率情况	16
图表 27: 应流股份两机叶片有望带动公司整体投资回报率提升	17
图表 28: 恒立液压毛利率、净利润率和 ROE	17
图表 29: 应流股份毛利率、净利润率和 ROE	17
图表 30: 核电发电量占比 (2019)	18
图表 31: 中国运行机组发电装机规模及核准台数	18
图表 32: 公司具备生产能力的核电相关产品类别	19
图表 33: 公司产品主要竞争对手	19
图表 34: 核能新材料及零部件业务收入	20
图表 35: 核能新材料及零部件业务毛利率	20
图表 36: 分产品收入及毛利预测	21
图表 37: 历史 P/E	22
图表 38: 历史 P/B	22
图表 39: 可比公司估值表	23

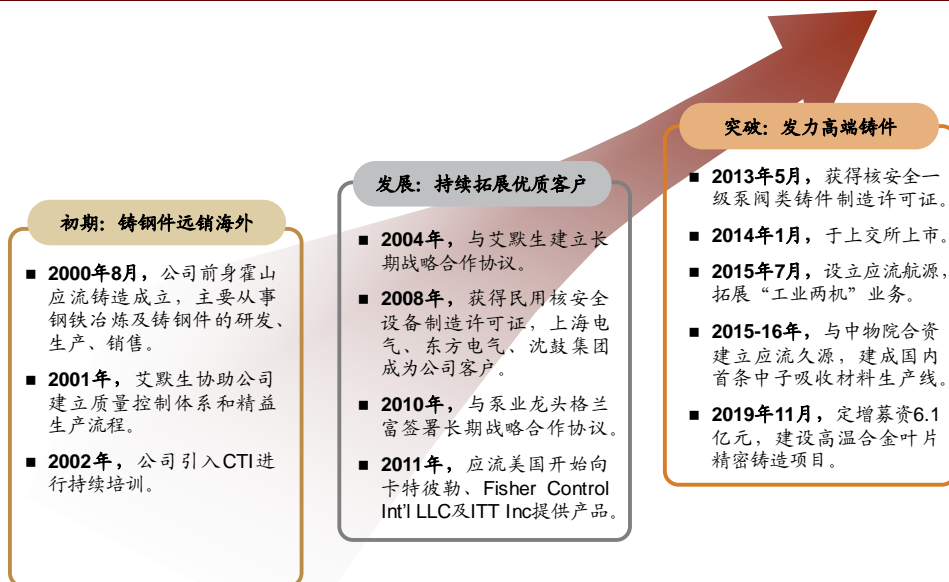


## 投资概要：产能利用率提升有望持续带动盈利增长

### 发展历程：从普通铸件到航空、核电高端铸件

- ▶ **初期：具有国际化视野，铸钢件远销海外。**公司前身霍山应流铸造成立于 2000 年 8 月。公司创始之初便着眼海外市场，2001 年外贸比例达到 80%；2001-2002 年公司引入艾默生、CTI（Casting Technology International，国际著名铸造技术研究和服务机构）的先进管理方法，建立起质控与精益生产体系。
- ▶ **发展：持续拓展国内外优质客户。**公司铸钢件外向发展、定位较高，不断进入国际知名集团的供应链。公司自 2004 年与艾默生建立长期战略合作协议后，陆续进入卡特彼勒、泰科、西门子、阿海珐等国际著名公司的供应商名单。此外，2008 年公司核电产品供应上海电气、东方电气、沈鼓集团等国内重点核电设备制造商。
- ▶ **突破：从普通铸件迈向高端铸件。**公司产品结构持续升级。2013 年 5 月，公司成为国内少数持有核安全一级泵阀类铸件制造许可证的企业之一，核电业务迎来重大突破。2015 年 7 月公司成立应流航源，拓展航空航天领域“工业两机”业务，并于 2019 年 11 月定增加码“高温合金叶片精密铸造项目”。高端铸件产能投放在即。

图表 1：应流股份发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，中金公司研究部。注：CTI 全称 Casting Technology International，为国际著名铸造技术研究和服务机构

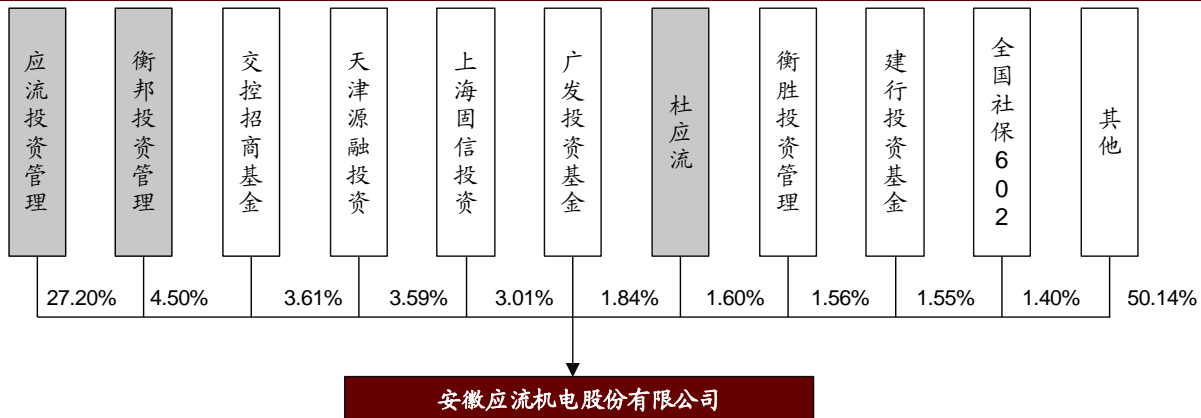
### 股权结构：创始人持股相对集中

截至 1H20 期末，应流股份前三大股东应流投资/衡邦投资/安徽交控招商基金持股比例为 27.20%/4.50%/3.61%，其中应流投资和衡邦投资为公司董事长和实际控制人杜应流先生的一致行动人。公司创始人与实控人杜应流先生直接持股 1.60%，间接持股 32.83%，合计持股比例为 34.43%，持股相对集中。





图表 2：公司股权结构（截至 1H20）



资料来源：公司公告，中金公司研究部。注：灰色表示一致行动人关系

**竞争优势：掌握先进的一体化铸造工艺，客户高端、合作粘性强**

**铸造工艺全面，各环节工艺水平保持领先地位。**从工序来看，公司具备材料熔炼、铸造成形、精加工、模块化制造的一体化铸造能力。**1) 材料熔炼：**公司是国内外少数能够稳定生产超级奥氏体不锈钢、双相不锈钢、马氏体不锈钢、高温合金的企业；**2) 铸造成形：**公司是全球少数同时具备五种铸造工艺的企业，包括砂型铸造工艺和四种精密铸造工艺，分别是硅溶胶精铸、消失模精铸、复合精铸以及水玻璃精铸；**3) 机加工：**公司引入数百台先进数控机械加工设备，能够应对各种高精度、高要求的零部件加工需求。凭借持续的技术研发和资本投入，公司从普通铸件迈向航空核电等高端铸件，行业护城河逐渐巩固。

**受益于工艺优势，公司客户高端且合作粘性较强。**公司已经成为艾默生、卡特彼勒、久益环球、斯伦贝谢等客户的关键零部件全球战略供应商。特别的，目前公司已进入国际航空发动机和燃机轮机行业龙头供应商体系，并为国内多个型号航空发动机和燃气轮机配套相关产品。通过与全球工业巨擘形成战略合作，公司同时分享了客户的品牌优势、技术优势及市场优势。而对其客户而言，建立战略合作关系需要投入大量资源及时间考查验证，替换成本高、周期长，公司的客户资源构成重要的行业壁垒。

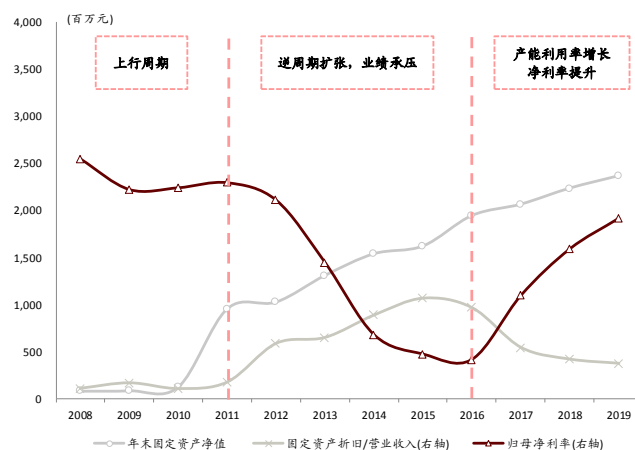
**成长阶段：类比如恒立液压，产能利用率提升有望带动盈利增长**

**从业务属性看，应流股份可类比如恒立液压。**虽然应流股份（铸钢件）和恒立液压（液压件）的产品类型大相径庭，但都属于工业基础件，核心技术均在于冶炼、铸造、精密加工，均属于重资产投入的业务。2019 年应流股份两机叶片业务营收为 1.78 亿元，同比增长 103%，占总收入比重 9.6%。该业务毛利率水平高达 45%，我们估计净利率水平可达 30%，远高于 2019 年公司整体毛利率（36%）、净利率（6.2%）。随着产能利用率逐步提升，两机叶片收入占比增加，业务放量有望持续带动净利润率和 ROE 的边际提升。

**从成长阶段来看，应流股份可类比如产能投放前夕的恒立液压。**在行业下行周期，两家公司逆势扩张产能及储备新业务，固定资产快速上升，折旧费用率提高进而导致盈利水平承压。2013-2018 年应流股份折旧费用率、净利率分别上升 4.1ppt/下降 8.4ppt。而随着产能利用率提升，2019 年应流股份净利率已由 4%回升至 6.2%。我们预计 2020/2021 年公司净利率分别为 10.1%/12.6%，ROE 分别为 5.3%/7.4%，接近恒立液压泵阀业务放量前夕水平。随着产能利用率继续提升，折旧摊销费用率下降，我们预计公司盈利能力有望持续增长。

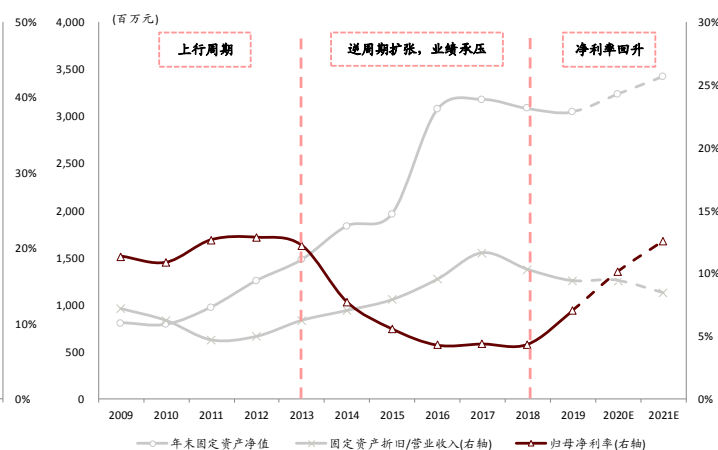


图表 3：恒立液压固定资产、折旧、净利润率变化



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 4：应流股份固定资产、折旧、净利润率变化



资料来源：公司公告，中金公司研究部

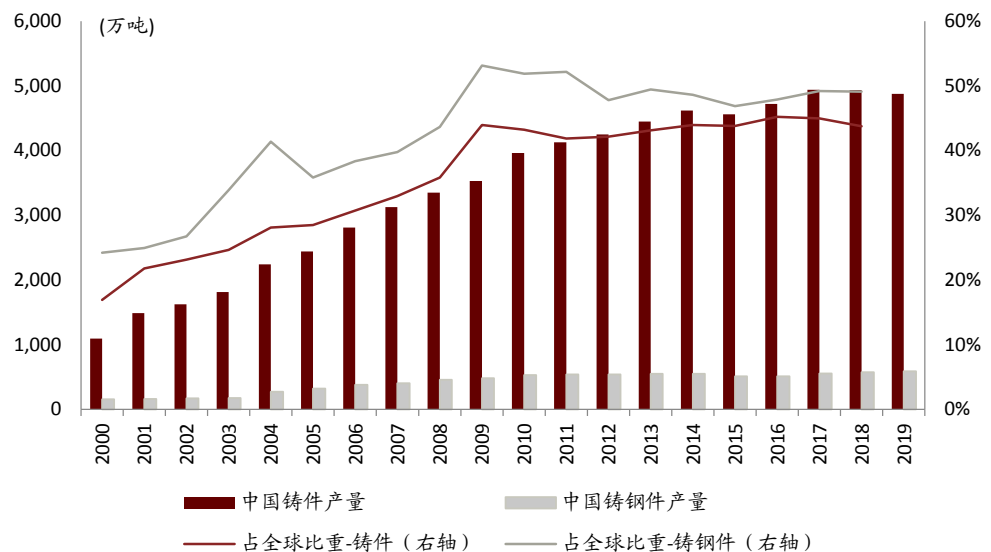


## 应流股份：聚焦高端铸件，工艺精益求精

### 铸件市场：我国铸件/铸钢件产量约占全球一半

2019年我国铸件产量占全球约一半。根据 Modern Casting，2018年全球铸件产量1.13亿吨，同比增长2.6%，其中铸钢件1,171万吨，同比增长3.8%。根据中国铸造协会，2018年我国铸件/铸钢件产量为4,935/575万吨，分别占全球比重为44%/49%，较2000年提升27/25ppt；2019年我国产量分别为4,875/590万吨，过去19年复合增速为8.7%/7.6%，高于全球产量复合增速5.0/3.9ppt。

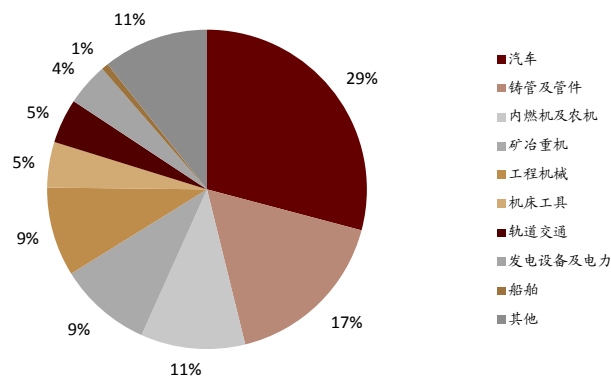
图表5：中国铸件/铸钢件产量约占全球一半



资料来源：中国铸造协会，Modern Casting，中金公司研究部

我国铸件下游主要为汽车、内燃机、工程机械等。根据中国铸造协会，2019年汽车/铸管及管件/内燃机及农机/矿业重机/工程机械铸件需求量分别为1,420/830/515/460/440吨，占比分别为29.1%/17.0%/10.6%/9.4%/9.0%，合计75.2%。此外，机床工具/轨道交通/发电设备占比约4%-5%。

图表6：2019年中国铸件市场需求结构



资料来源：中国铸造协会，中金公司研究部



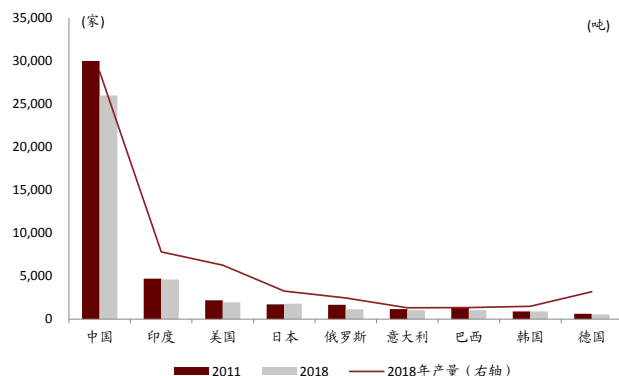


## 竞争格局：我国铸件行业特征为大行业、小公司

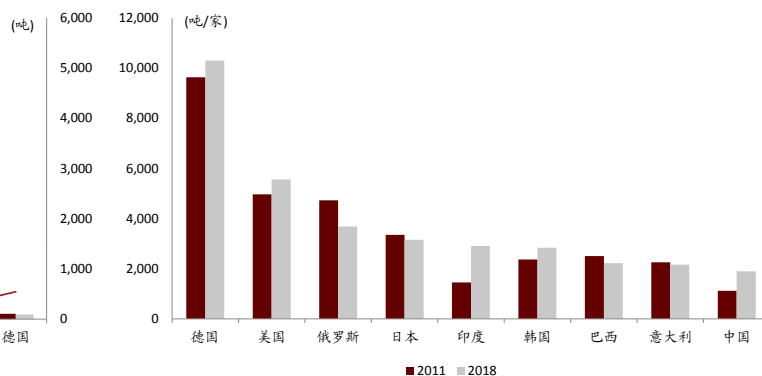
从数量来看，我国铸造企业数量远高于其他国家。根据 Modern Casting，2016 年我国铸造行业数量约 26,000 家，是第二名国家印度的 5.7 倍；企业数量较 2011 年减少约 4,000 家，但仍占全球总量的 57%，高于铸件产量占比。

从平均产量来看，我国铸件企业普遍规模较小，行业整合空间较大。结合铸件产量和企业数量，2018 年我国铸件企业平均单厂年产量约 1,898 吨，较 2011 年提升了 781 吨，但仍仅为全球平均水平的 77%。对比其他铸件大国，我国平均单厂年产量仅为德国/美国的 18%/34%。国家铸造行业发展战略指出，要推动铸造产业结构调整和优化升级，最终将企业数量控制在 1 万家以内。我们认为，公司作为行业龙头将受益于行业整合的发展趋势，国内市场份额有望继续提升。

图表 7：各国铸造企业数量



图表 8：各国平均单厂年产量



资料来源：中国铸造协会，Modern Casting，中金公司研究部  
注：中国/日本/俄罗斯 2018 年企业数量实际为 2016/2015/2016 年数据

资料来源：中国铸造协会，Modern Casting，中金公司研究部  
注：中国/日本/俄罗斯 2018 年企业数量实际为 2016/2015/2016 年数据

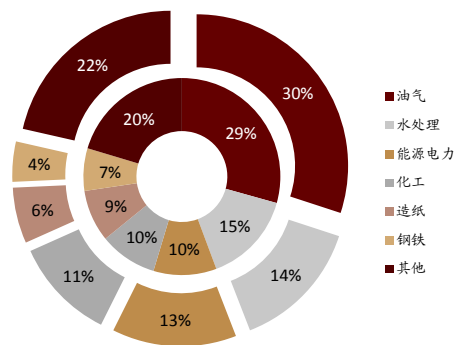
## 下游市场：石油天然气、工程机械等市场需求广阔

石油天然气是工业阀门行业第一大需求驱动因素。根据 TechSci Research，2019 年全球工业阀门市场约 660 亿美元，预计到 2025 年有望增长至超过 840 亿美元，期间 CAGR 为 4.1%。根据 McIlvaine，全球工业阀门下游市场中，石油天然气、水处理和能源电力分别占 30%/14%/13%，占比合计 57%。此外，根据 Freedonia，2018 年全球泵行业需求约 840 亿美元，年均增速约 5.5%。公司泵阀业务下游行业分散，行业整体需求市场广阔。2016-2019 年公司石油天然气业务收入保持相对稳定，随着航空航天、核能等高端业务快速增长，传统油气业务占总收入比重由 47% 降至 35%。我们预计未来公司对传统业务的依赖程度将逐渐下降，高毛利率的航空航天与核能业务将带动公司盈利规模和盈利能力双升。

工程机械上行周期带动零部件需求快速增长。根据 KHL，2016-2019 年全球工程机械 50 强企业收入总额由 1,296 亿美元逐年增长至 2,027 亿美元，复合增速 16%，其中 2019 年公司第一大客户卡特彼勒占比 16.2%，继续保持行业龙头地位。2016-2019 年应流股份工程与矿山机械收入由 1.68 亿元增长至 3.40 亿元，复合增速 26%，毛利率由 22% 提升至 32%。

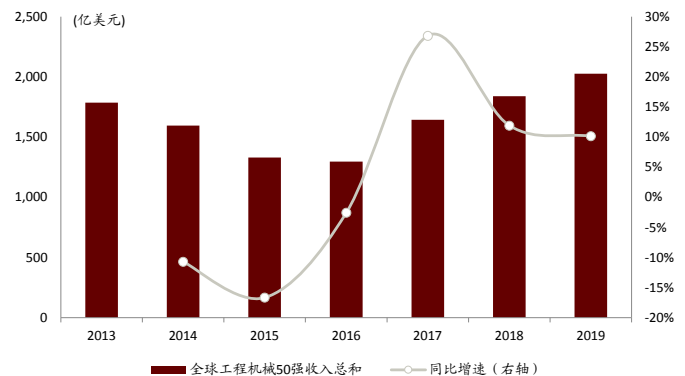


图表 9：全球/中国工业阀门市场需求结构



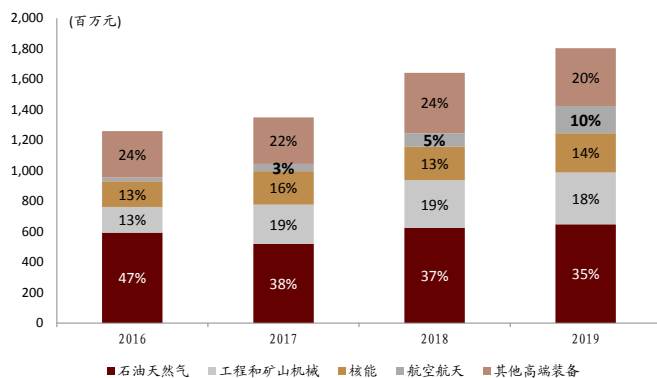
资料来源：TechSci Research, Mcllvaine, 中金公司研究部  
注：外圈为全球，内圈为中国

图表 10：全球工程机械 50 强企业收入总额



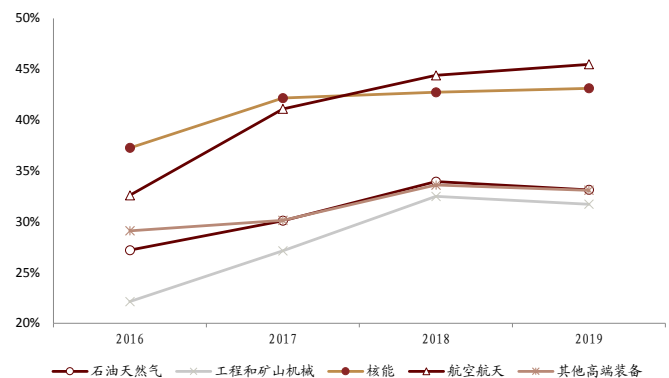
资料来源：KHL, 中金公司研究部

图表 11：公司各业务收入及占比



资料来源：公司公告, 中金公司研究部

图表 12：公司各业务毛利率



资料来源：公司公告, 中金公司研究部

## 竞争优势：精湛工艺与优质客户建立宽阔护城河

### 技术优势：掌握先进的一体化铸造工艺

**铸造工艺全面，各环节工艺水平保持领先地位。**从工序来看，公司具备材料熔炼、铸造成形、精加工、模块化制造的一体化铸造能力。**1) 材料熔炼：**公司是国内外少数能够稳定生产超级奥氏体不锈钢、双相不锈钢、马氏体不锈钢、高温合金的企业，具备生产 100 多种特殊材质的高端零部件产品的能力；**2) 铸造成形：**公司是全球少数同时具备五种铸造工艺的企业，包括砂型铸造工艺和四种精密铸造工艺，分别是硅溶胶精铸、消失模精铸、复合精铸以及水玻璃精铸；**3) 机加工：**凭借在行业中的资金和规模优势，公司引入数百台套先进数控机械加工设备，能够应对各种高精度、高要求的零部件加工需求，各生产环节均配备了先进的制造设备。



图表 13：公司掌握先进的一体化铸造工艺

环节	壁垒	表现
材料熔炼	工艺积累	是国内外少数能够稳定生产超级奥氏体不锈钢、双相不锈钢、马氏体不锈钢、高温合金的企业
铸造成形	工艺积累	是全球少数同时具备五种铸造工艺的企业，包括砂型铸造工艺和四种精密铸造工艺：硅溶胶精铸、消失模精铸、复合精铸以及水玻璃精铸
机械加工	资金规模	引入数百台套先进数控机械加工设备，能够应对各种高精度、高要求的零部件加工需求

资料来源：公司公告，中金公司研究部

## 客户优势：与高端客户建立长期合作关系

从客户资源角度，公司具有较高的客户粘性。目前公司已经成为艾默生、卡特彼勒、久益环球、斯伦贝谢等客户的关键零部件全球战略供应商。2018年前两大客户为卡特彼勒和艾默生，合作时长接近或超过15年，收入分别为2.91/2.71亿元，占总收入比重17.3%/16.1%。通过与全球工业巨擘形成战略合作，公司同时分享了客户的品牌优势、技术优势及市场优势。而对其客户而言，建立战略合作关系需要投入大量资源及时间考查验证，替换成本高、周期长，公司的客户资源构成重要的护城河。

图表 14：公司主要产品应用领域及客户

应用领域	产品用途	主要产品	典型客户
石油天然气	油气钻采设备	海上及陆地钻机零部件 深海及深井钻采设备零部件	斯伦贝谢、耐博斯
	炼油石化设备	流体控制零件	艾默生、KSB
清洁高效发电	大型火电机组	泵、阀、汽轮机零件	通用电气、西门子 泰科、滨特尔、博雷
	核电站	核岛设备支承件	阿海珐、上海电气 东方电气
		核级泵、阀零件	苏尔寿、沈鼓集团 中核科技
工程和矿山机械	大型矿山机械	大型高效采矿设备零部件	久益环球、山特维克
	工程和运输设备	特大型重载机械零部件 工程机械零部件	卡特彼勒、特雷克斯
其他高端行业	医疗设备	医用磁共振成像系统零件	西门子
	自动控制系统	环境安全自动化和控制系统零件	霍尼韦尔
	节能环保装备	流体控制零件	丹佛斯

资料来源：公司公告，中金公司研究部



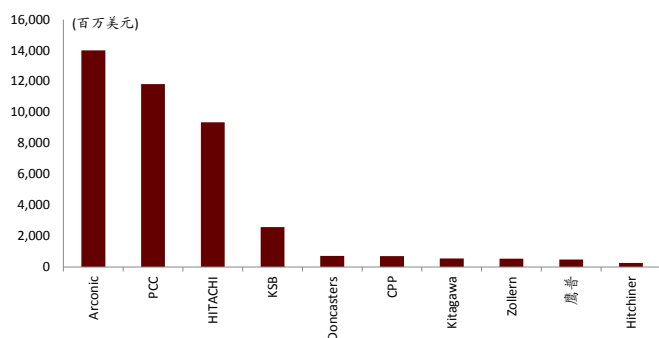
## 两机叶片：厚积薄发，产品进入放量阶段

### 两机叶片：工业皇冠上的明珠，全球市场基本由外资垄断

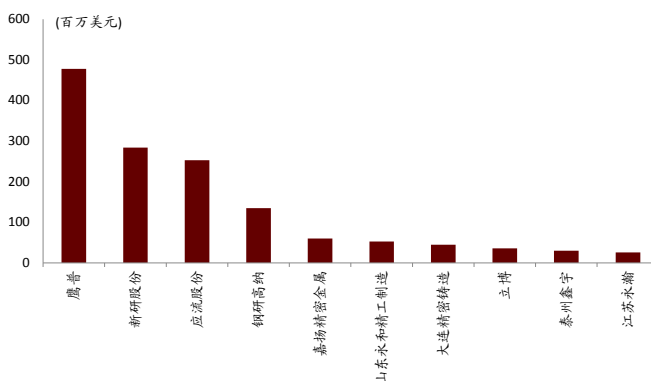
航空发动机和涡轮叶片被誉为工业皇冠上的明珠。发动机是飞机的核心分系统之一，占整机价值量 20-25%，其整个制造过程对材料、工艺、加工手段、试验测试等都具有较高的要求。全球民航发动机市场被 CFM、GE、RR、IAE、P&W 五家企业所垄断。高压涡轮叶片是航空发动机中的核心零部件，目前国内生产厂商为中国航发、中科院金属所、钢研高纳、安徽应流和无锡永瀚等企业。当前我国处于打破技术垄断、实现国产突破的阶段。

就从事高端铸造工艺的企业而言，我国企业与全球龙头仍有较大差距。根据罗兰贝格数据，2018 年全球前十大熔模铸造企业中，中国企业仅占一席。全球行业龙头 Arconic 和 PCC 总收入高达 140/118 亿美元，且聚焦于航空军工等高端领域。国内企业中，鹰普精密、应流股份、新研股份为行业前三大企业，2019 年收入分别为 32.7/18.6/12.5 亿元。

图表 15：全球前十大熔模铸造企业收入（2018）



图表 16：国内前十大熔模铸造企业收入（2018）



资料来源：罗兰贝格，鹰普精密招股说明书，中金公司研究部

资料来源：罗兰贝格，鹰普精密招股说明书，中金公司研究部

### 市场空间：航发叶片市场规模约 86 亿美元

**方法一：**1) 2019 年波音预计 2019-2038 年全球民航飞机交付量达 4.4 万架，假设期间年均复合增速为 5%，则 2020 年全球民航交付量约 1,397 架。假设民航飞机一般配备双发动机，发动机单价平均约 2,000 万美元，则 2020 年全球民航发动机市场规模约 559 亿美元。2) A 股上市公司资料显示 2020 年我国特种发动机市场规模约 280 亿元，约合 41 亿美元。3) 原材料占发动机制造企业的营业成本比重约 60%，其中叶片占原材料成本约 30%，考虑发动机制造企业毛利率一般在 20% 左右，则 2020 年全球民用和国内特种用途发动机叶片市场规模约 80/6 亿美元，市场合计约 86 亿美元。

**方法二：**罗兰贝格数据显示 2019 年全球熔模铸造市场规模为 148 亿美元，预计未来复合增速约 4.2%；熔模铸造下游市场中航空领域占比 39%，2019 年市场规模约 58 亿美元；假设精加工过程的附加值提升一倍，则到 2020 年全球航空叶片市场规模（包括全球民用和全球军用航空发动机叶片）约 120 亿美元。



图表 17：从发动机市场测算 2020 年全球民用和中国特种用途航发叶片市场空间约 86 亿美元

全球民用航空	2020	2021	2022	2023	2024	2025
全球民航交付量（架）	1,397	1,467	1,540	1,617	1,698	1,783
发动机数量（台）	2,794	2,934	3,081	3,235	3,397	3,566
发动机单价（万美元）	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
发动机市场规模（亿美元）	559	587	616	647	679	713
毛利率	20%	20%	20%	20%	20%	20%
叶片成本占比	18%	18%	18%	18%	18%	18%
叶片市场规模（亿美元）	80	85	89	93	98	103
中国特种用途	2020	2021	2022	2023	2024	2025
发动机市场规模（亿美元）	41	45	50	55	60	66
毛利率	20%	20%	20%	20%	20%	20%
叶片成本占比	18%	18%	18%	18%	18%	18%
叶片市场规模（亿美元）	6	6	7	8	9	10
<b>叶片市场规模合计（亿美元）</b>	<b>86</b>	<b>91</b>	<b>96</b>	<b>101</b>	<b>106</b>	<b>112</b>

资料来源：波音，公司公告，中金公司研究部

图表 18：从熔模铸造市场测算 2020 年全球航发叶片市场规模约 120 亿美元

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
全球熔模铸造市场（亿美元）	142	148	154	161	167	174
下游市场中航空占比	39%	39%	39%	39%	39%	39%
航空熔模铸造市场（亿美元）	55	58	60	63	65	68
附加值提升（倍）	2	2	2	2	2	2
<b>全球航空叶片市场（亿美元）</b>	<b>111</b>	<b>115</b>	<b>120</b>	<b>125</b>	<b>131</b>	<b>136</b>

资料来源：罗兰贝格，公司公告，中金公司研究部。注：包括全球民用和全球军用航空发动机叶片

### 应流股份：高端产品研发突破，业务有望持续放量

**两机领域持续取得研发进展。**公司通过自主研发和海外收购在发动机技术与高温合金部件领域取得研发突破。2016-1H20 期末，公司无形资产-非专利技术和开发支出分别由 610 万元/0.98 亿元增长至 0.75/2.53 亿元。2017 年以来公司在两机领域累计申请发明专利 21 项，授权实用新型专利 7 项。当前公司已进入国际航空发动机和燃机轮机行业龙头供应商体系，并为国内多个型号航空发动机和燃气轮机配套，是航发集团以外的少数企业之一。



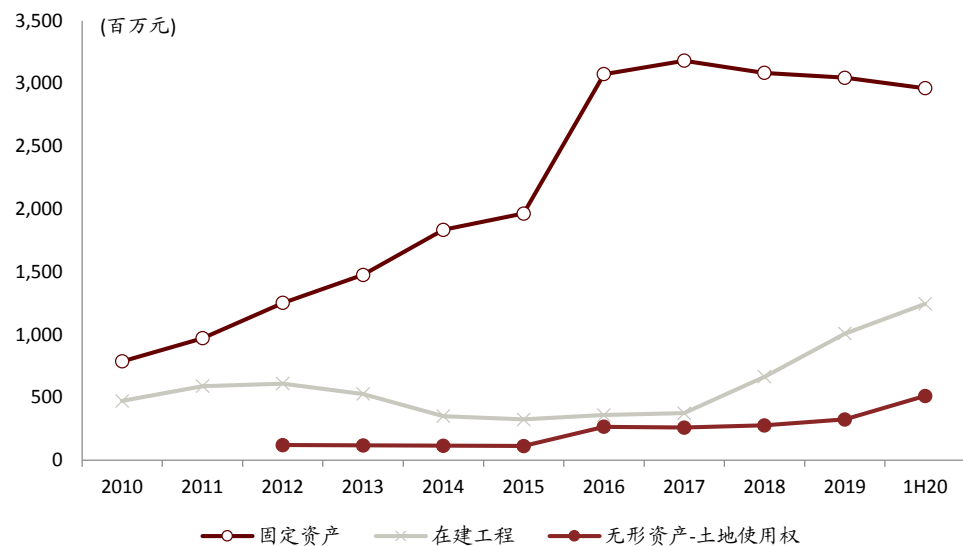
图表 19：应流股份两机叶片研发项目及进度

项目名称	开发支出/无形资产 (百万元)	进入开发阶段时点	计划完成时点	开发进度 (截至 2019 年末)
涡轴发动机和小型直升机研发	175	2016-04	2022-12	70%
小型涡轴发动机及涡轮动力研发应用项目	24	2018-04	2021-07	60%
机车内燃机涡轮盘整体细晶技术研究与应用	24	2018-06	2020-12	80%
航空发动机薄壁机匣制造技术的研究与应用	21	2018-06	2021-07	70%
高温合金等轴晶零件制备技术研究与应用	47	2017-07	2018-12	100%
航空发动机和燃气轮机单晶及定向柱晶叶片控制性能技术研究与应用	13	2017-07	2018-12	100%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

**两机领域产品持续放量。**2016-2019 年公司两机叶片收入由 0.24 亿元增长至 1.78 亿元，复合增速 96%，1H20 业务收入同比增长 62%至 1.17 亿元。此外，公司产能亦快速扩张。2013 年公司铸造成型产能 4.8 万吨，精加工产能 2.5 万吨。截至 1H20 期末，公司固定资产/在建工程/无形资产-土地使用权分别是 2013 年末的 2.0/2.4/4.4 倍。其中，2015 年以来公司在两机核心部件项目分别投入在建工程/开发支出与无形资产 14.15/3.64 亿元。

图表 20：应流股份长期资产快速增长



资料来源：公司公告，中金公司研究部

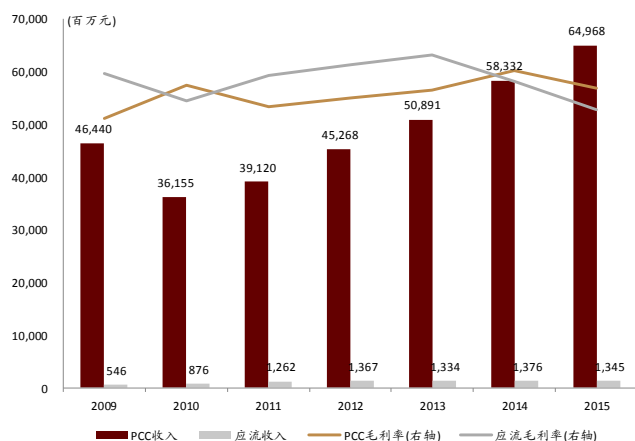




## 发展空间：对标 PCC，盈利规模及利润水平仍有较大提升空间

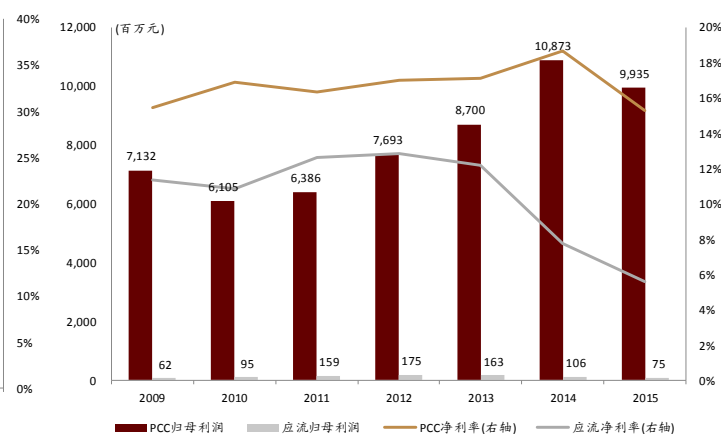
PCC 是全球领先的航空零部件供应商。美国精密机件公司（Precision Castparts Corp）成立于 1949 年，2015 年被伯克希尔·哈撒韦公司以 372 亿美元（约 2,310 亿元）全资收购，对应 2015 年 24.3 倍 P/E。2006-2015 年 PCC 收入/净利润增长至 100.05/15.30 亿美元，复合增速 10.9%/15.9%。2014 年 PCC 公司毛利率/净利率为 34.4%/18.6%，较 2006 年提升 11.6/8.8ppt。从客户来看，全球三大航发供应商 GE/普惠/RR 均为 PCC 前五大客户，2015 年收入占比分别为 13%/8%/7%。

图表 21：PCC 收入规模远大于应流股份



资料来源：公司公告，中金公司研究部  
注：PCC 收入按年末人民币汇率中间价折算

图表 22：PCC 盈利规模及利润率远高于应流股份



资料来源：公司公告，中金公司研究部  
注：PCC 归母净利润按年末人民币汇率中间价折算

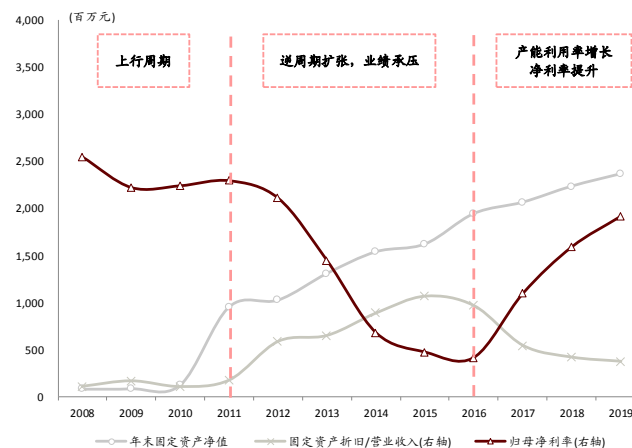
## 成长阶段：类比恒立液压，看好两机产品放量提升盈利能力

从业务属性看，应流股份可类比于恒立液压。虽然应流股份（铸钢件）和恒立液压（液压件）的产品类型大相径庭，但都属于工业基础件，核心技术均在于冶炼、铸造、精密加工，均属于重资产投入的业务。

从成长阶段来看，应流股份或可类比与产能投放前夕的恒立液压。1）在行业上行周期，两家公司均享受成长红利，利润率维持高位。2）在行业下行周期，两家公司逆势扩张产能及储备新业务（恒立液压的液压泵阀，应流股份的两机叶片），固定资产快速上升，折旧费用率提高进而导致盈利水平承压，2013-2018 年应流股份折旧费用率、净利率分别上升 4.1ppt/下降 8.4ppt。3）随着液压件行业复苏，恒立液压产能利用率大幅增长，带动净利率迅速提升。相较于 4% 的盈利低谷，2019 年应流股份净利率已回升至 6.2%。未来随着新品产能进一步释放，折旧费用摊薄加快，我们预计公司盈利情况有望持续改善。

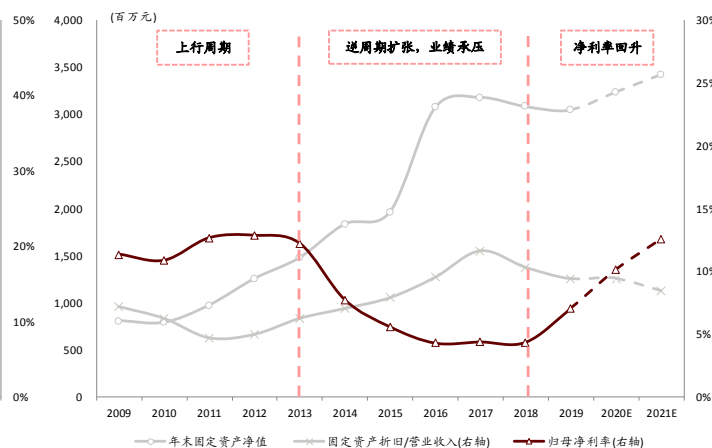


图表 23：恒立液压固定资产、折旧、净利润率变化



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 24：应流股份固定资产、折旧、净利润率变化

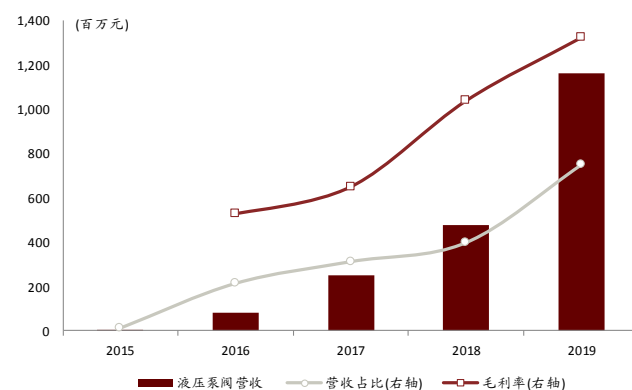


资料来源：公司公告，中金公司研究部

从增长动能来看，应流股份的两机叶片业务可类比于恒立液压的泵阀业务。2015 年后，恒立液压前期高投入的泵阀业务开始放量，2019 年液压泵阀业务收入为 11.6 亿元，占总收入比重达 21.5%。同时随着规模效应提升，2016-2019 年泵阀业务毛利率逐渐由 15.1% 提升至 37.8%。2019 年应流股份两机叶片业务营收为 1.78 亿元，占总收入比重 9.6%。相比于“标准品”挖掘机液压泵阀，“定制品”两机叶片虽然放量速度较慢，但毛利率水平高达 45%，我们估计净利率水平可达 30%，远高于 2019 年公司整体毛利率（36%）、净利率（6.2%），未来有望持续带动净利润率和 ROE 的边际提升。

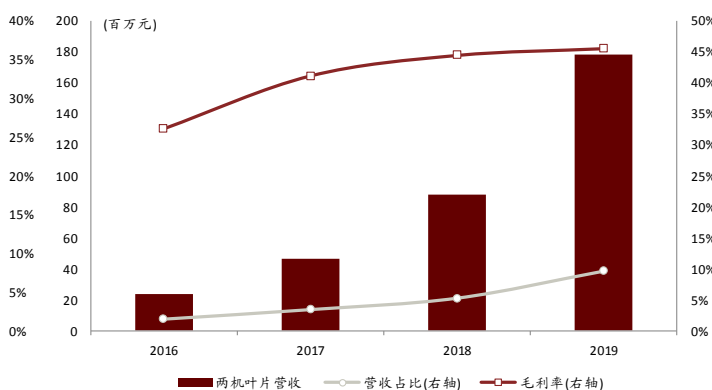
根据公司的两机叶片资本开支情况，我们估算公司两机叶片项目所对应的长期资产投资回报率已从 2017 年的 2.2% 上升至 3.8%，对公司整体投资回报率的拉动效应明显（由 1.5% 提升至 2.6%）。两机业务主要投资项目“高温合金叶片精密铸造项目”及“航空产业园项目”2019 年工程进度已达 60%、40%，我们预计未来资本开支增长将趋于稳定。中长期来看，随着新产品持续放量，我们预计两机叶片业务有望带动公司整体长期资产投资回报率快速提升至约 10%。

图表 25：恒立液压泵阀板块营收及毛利率情况



资料来源：公司公告，中金公司研究部

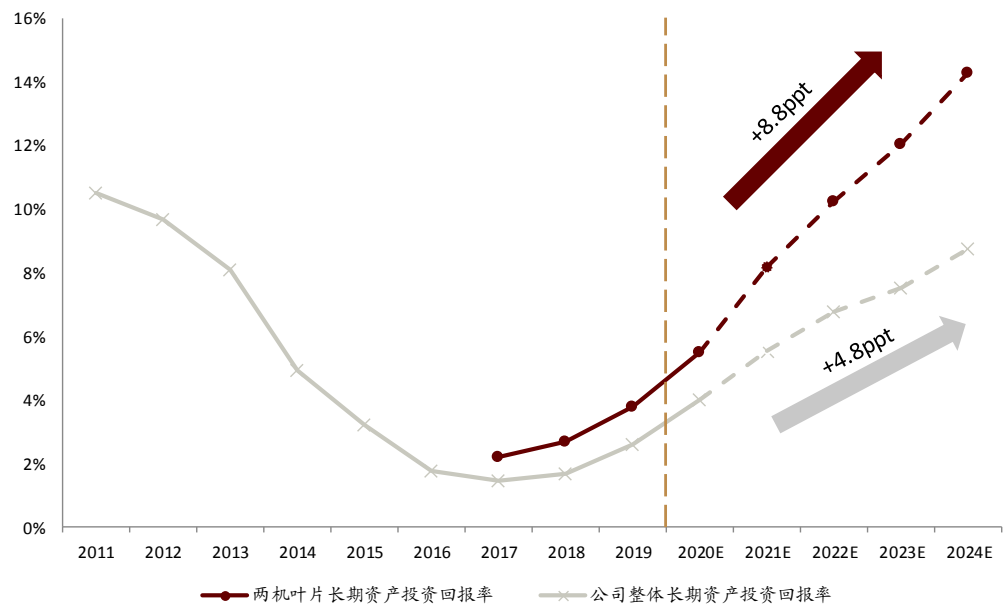
图表 26：应流股份两机叶片板块营收及毛利率情况



资料来源：公司公告，中金公司研究部



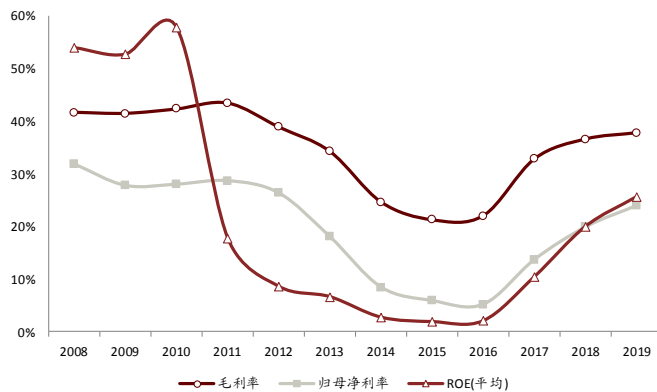
图表 27：应流股份两机叶片有望带动公司整体投资回报率提升



资料来源：公司公告，中金公司研究部 注：长期资产投资回报率=净利润\*2/(年初长期资产净值+年末长期资产净值)，长期资产仅考虑在建工程、固定资产、无形资产及开发支出；两机叶片长期资产依据 2015 年起新增项目计算。

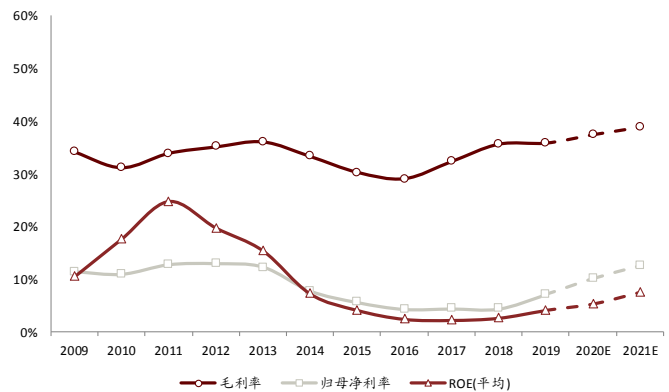
从盈利能力来看，应流股份盈利能力有望持续提升。2019 年应流股份净利率/ROE 为 7.0%/4.0%，我们预计 2020/2021 年公司净利率分别为 10.1%/12.6%，ROE 分别为 5.3%/7.4%，接近于 2017 年恒立液压泵阀业务放量前夕水平。随着新产品持续放量，折旧摊销占比下降，我们预计公司盈利能力有望持续提升。

图表 28：恒立液压毛利率、净利润率和 ROE



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 29：应流股份毛利率、净利润率和 ROE



资料来源：公司公告，中金公司研究部



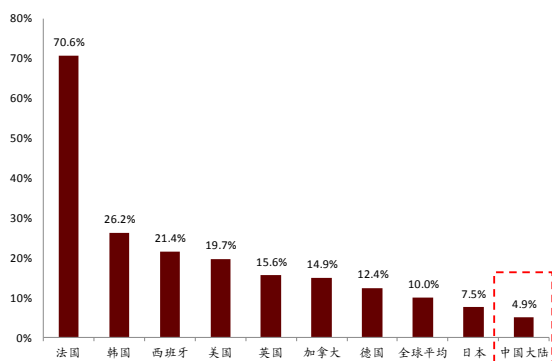
## 核电业务：核电核准重启，期待业绩爆发

### 核电业务：核电建设常态化，上行周期开启

我国能源结构中核电占比较低，具备较大提升空间。截至2019年底，中国核电发电量占总发电量比重仅为4.9%，低于世界平均水平（10%），远低于发达国家平均水平（超过15%）。

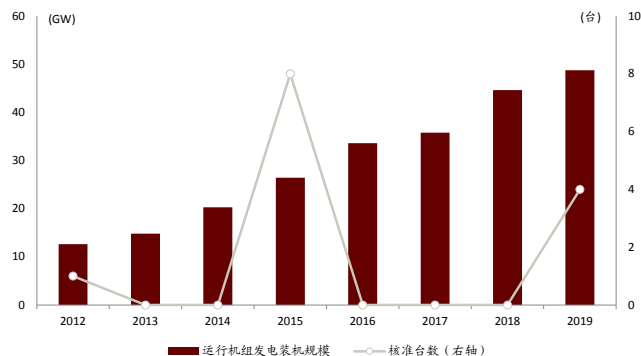
核电核准重启，核电站建设走向常态化。受2011年福岛核泄漏事件影响，2012-2018年我国仅核准9台新建核电机组，其中2016-2018年连续三年“零核准”，直到2019年初才重新开启核电新项目审批。2020年9月2日，国务院常务会议核准了海南昌江二期、浙江三澳一期四台核电机组，预计总投资700亿元，是核电核准正式重启的积极信号，核电设备有望再次迎来上行周期。根据中国核能协会发布的《中国核能发展报告（2020）》，截至2019年底我国运行核电装机量达48.8GW，在建13.9GW，预计到2025年底我国运行核电装机量将达到70GW，在建30GW。按照该预测指标，我们预计2020-2025年我国每年开工核电站将达到6-7台套。

图表30：核电发电量占比（2019）



资料来源：世界核协会，中金公司研究部

图表31：中国运行机组发电装机规模及核准台数



资料来源：中国核能协会，中金公司研究部

### 市场空间：公司产品对应年均市场容量约80亿元

公司核电相关产品主泵泵壳、爆破阀、支承件、中子吸收材料年均市场容量约80亿元，其中主泵泵壳、爆破阀市场容量约6亿元：

- ▶ **主泵泵壳年均市场容量约2.4亿元。**主泵即核电站反应堆冷却剂泵，是核电站核岛主要设备之一，要求具有绝对的可靠性、安全性和稳定性，属于核电站的一级设备。主泵泵壳单体造价约1,000万元，考虑未来我国每年年均装机量为6台机组，每个核电机组需配备4台主泵，则主泵泵壳年均市场容量为2.4亿元。
- ▶ **爆破阀年均市场容量约3.6亿元。**爆破阀为核电机组的关键安全设备，属于一次性阀门，主要功能为当发生严重事故时，爆破阀迅速打开，冷却剂将系统热量排出从而保护核电站安全。具备爆破阀总生产资质的大连大高、中核苏阀均为公司客户。单台核电机组所需爆破阀的价值量约0.6亿元，每年市场容量约为3.6亿元。
- ▶ **各类其他铸件市场容量约24亿元。**堆内构件是核电主设备之一，作用包括为支承和互换核燃料组件，正确引导控制棒进行核反应启动、停止和功率调整，为反应堆温度测量、中子通量测量提供正确通道，建立反应堆合理的水流通道，为反应堆在事故情况下提供二次安全支撑等。单台机组主设备支承件价值量约1.4亿元，堆内构件年均市场规模为8.4亿元。此外，机组主设备外亦有大量泵阀及支承件需求，预计每台机组铸件总需求超过5亿元（包括核一级泵阀），年均市场容量超过30亿元。



- **新产品中子吸收材料市场容量约 48 亿元。**中子吸收材料（碳化硼-铝合金）主要应用于核电乏燃料贮存格架，通过吸收乏燃料释放的中子达到屏蔽放射性的效果。乏燃料贮存、运输及核废料处理等相关需求为中子吸收材料的应用提供了广阔空间。根据中物院测算，我国中子吸收材料年均市场规模可达 48 亿元。

图表 32：公司具备生产能力的核电相关产品类别

类别	产品品种	材料类别	市场空间	主要客户
铸件	泵阀类（核一级）	不锈钢、碳钢、合金钢	6亿元	阿海珉、沈鼓集团、中核科技、东方电气、上海电气、大连大高等
	支承类（核一级）	碳钢、低合金钢	24亿元	
	泵阀及支承类（核二三级）	不锈钢、碳钢、低合金钢		
材料	中子屏蔽材料/乏燃料格架/金属保温层	碳化硼-铝合金/中子屏蔽材料/不锈钢	48亿元	山东海阳、浙江三门、广东陆丰核电站等

资料来源：公司公告，中物院，中金公司研究部

**市场地位：公司在核电铸件、新材料领域处于领先地位**

公司是目前国内唯一具备爆破阀阀体生产技术和能力、少数具备核一级安全资质、率先实现中子吸收材料量产的泵阀及支承类铸件企业，未来有望直接受益于核电建设加速：

- **铸件：**根据国家核安全局公布的信息，目前国内具有核一级铸件资质的持证单位仅安徽应流、中国一重、台海核电等少数几家企业。**特别地，公司是国内唯一具备爆破阀阀体生产资质的厂商。**公司于 2013 年 5 月获得一级主泵泵壳生产资质，2014 年 9 月公司“CAP1400 屏蔽电机主泵泵壳研制”项目通过国家核电、上海核工院、国核工程以及沈鼓集团的联合验收。2014 年 6 月，公司研制的 CAP1400 核一级不锈钢爆破阀阀体成功通过上海核工院、国核工程、大连大高等专家组的联合验收。
- **材料：**核能材料行业市场竞争格局稳定，其中生产中子屏蔽材料的主要厂商为安徽应流、美国 Holtec、江苏海龙、台海核电、中船 719、浙江三元等厂家，公司中子吸收板产品生产线于 2016 年通过鉴定，为国内首创。此外，公司是新型三代乏燃料格架、金属保温层产品的稀缺国产供应商，竞争对手主要为阿波罗、南京晨光、Holtec、德国 GNS、Kaefer 等。公司核能材料均已投入生产，2018 年销售收入 6,053 万元。

图表 33：公司产品主要竞争对手

类型	主要公司	主要核电产品	核电产品收入（2019年，亿元）
铸件	应流股份(603308.SH)	主泵泵壳、爆破阀、堆内构件、中子屏蔽材料、乏燃料格架等	2.57
	中国一重(601106.SH)	核反应堆压力容器、蒸发器、稳压器、主泵泵壳等	8.31
	台海核电(002366.SZ)	核电主管道、主泵泵壳、堆内构件、压力容器、中子屏蔽材料等	1.62
材料	美国 Holtec	核电站制造、乏燃料循环解决方案、中子吸收材料、热交换设备等	~8 (亿美元)
	海龙核科(832026.OC)	中子屏蔽材料、核级电缆密封组件	0.06 (2018年)
	中船 719 所	复合屏蔽材料、海上核电站	/
	德国 GNS	乏燃料格架等	~2.5 (亿欧元)
	阿波罗(832568.OC)	核级泵、乏燃料贮存及运输容器等	2.66
	德国 Kaefer	绝缘、保温、防火材料	/
	南京晨光	核反应堆现场配套液压系统设备、金属保温层	/

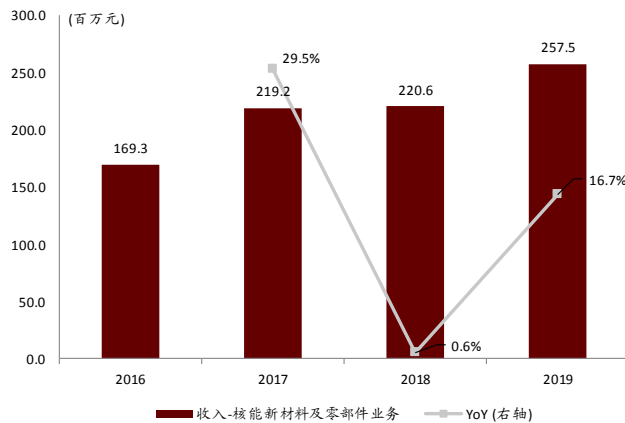
资料来源：公司公告，公司官网，中金公司研究部。注：海龙核科中子屏蔽材料业务 2019 年营收仅 5.4 万元；标红企业为上市公司



前景展望：预计核电产品收入具有 3 倍成长空间，利润端有望贡献 1.5-2.0 亿元。

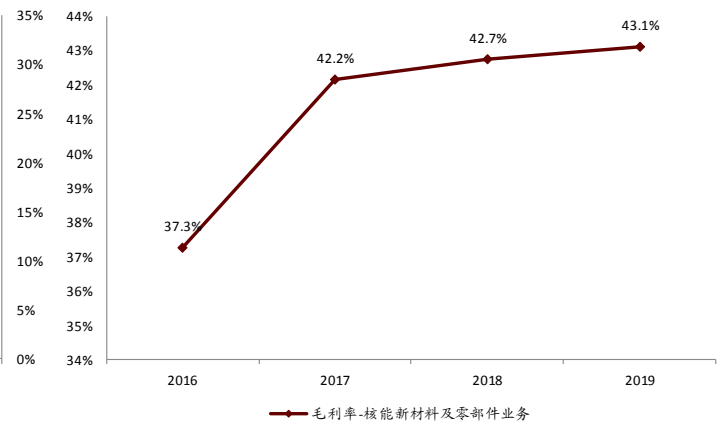
核电重启后核电业务收入有 3 倍成长空间。假设未来年均核电机组投产 6 台，则对应核电主泵泵壳、爆破阀、其他铸件、中子材料年均市场容量分别约 2.4 亿元、3.6 亿元、24 亿元和 48 亿元。2019 年公司核电相关业务收入约 2.6 亿元。我们认为核电重启后，公司核电业务有 3 倍成长空间。考虑到制备难度及安全性要求，核电产品毛利率较高，约 42%-43%，我们预计未来核电业务有望在利润端贡献 1.5-2.0 亿元。

图表 34：核能新材料及零部件业务收入



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 35：核能新材料及零部件业务毛利率



资料来源：公司公告，中金公司研究部





## 盈利预测与估值

### 盈利预测

由于公司航空航天业务快速发展，同时核电业务有望进入上行周期，我们预计 2020/2021 年应流股份营业收入为 19.21/22.58 亿元，同比增长 3.2%/17.5%。具体分板块来看：

- ▶ **泵及阀门零件：**疫情导致 2020 年油气行业较为低迷，随着油价逐步回升，下游资本开支意愿有望恢复；此外，2020/2021 年工程机械行业有望景气延续。我们预计 2020/2021 年泵及阀门零件收入同比下降 13.2%/上升 8.8%至 8.92/9.70 亿元；毛利率约 33%/34%。
- ▶ **机械装备构件：**受益于航空航天及核电业务快速增长，我们预计 2020/2021 年公司机械装备构件收入均同比增长 23%/25%至 9.53/11.93 亿元；毛利率稳中有升，分别为 40%/42%。
- ▶ **其他高端零部件：**预计其他高端零部件业务同比增长 30%/25%至 0.8/0.9 亿元，毛利率稳定为 47%。

图表 36：分产品收入及毛利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,681	1,860	1,921	2,258
(+/-%)	22.3%	10.7%	3.2%	17.5%
按产品分				
泵及阀门零件（百万元）	1,019	1,027	892	970
(+/-%)	17.8%	0.8%	-13.2%	8.8%
机械装备构件（百万元）	621	775	953	1,193
(+/-%)	46.8%	24.8%	23.0%	25.2%
其它业务（百万元）	40	58	75	94
(+/-%)	-53.2%	43.7%	30.0%	25.0%
毛利（百万元）	599	667	718	879
产品				
泵及阀门零件（百万元）	345	340	298	330
机械装备构件（百万元）	235	300	384	505
其它业务（百万元）	20	27	35	44
毛利率(%)	35.6%	35.9%	37.4%	38.9%
产品				
泵及阀门零件(%)	33.8%	33.1%	33.4%	34.0%
机械装备构件(%)	37.8%	38.7%	40.3%	42.3%
其它业务(%)	48.7%	46.9%	47.0%	47.0%

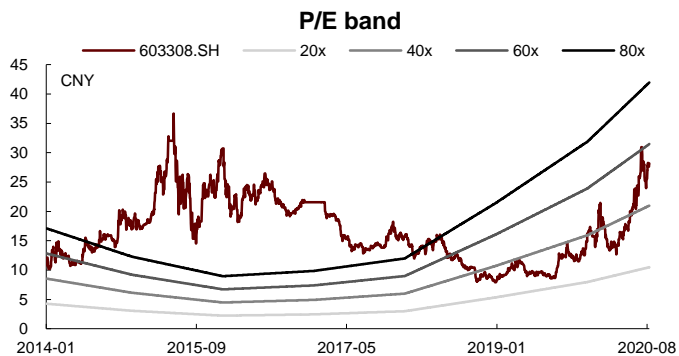
资料来源：万得资讯，公司公告，中金公司研究部



## 估值

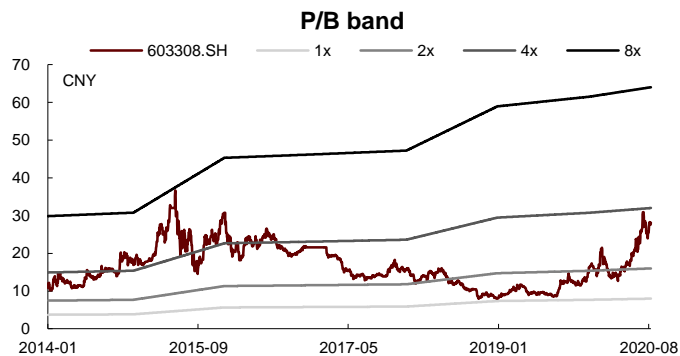
我们预计 2020/2021 年应流股份归母净利润为 1.94/2.84 亿元，同比增长 48.4%/46.6%，对应 2020/2021 年 EPS 为 0.40 元/0.58 元。由于公司进行大量资本开支及研发投入，目前利润水平较低，预计未来产品逐渐放量后利润率将显著提高，因此更适用于 EV/EBITDA 估值。公司当前股价对应 2020/2021 年 31.5/26.2 倍 EV/EBITDA。我们维持公司目标价 37.32 元不变，对应 2020/2021 年 42/35 倍 EV/EBITDA，较当前股价有 40.9% 上行空间，维持“跑赢行业”评级。

图表 37: 历史 P/E



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表 38: 历史 P/B



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部



图表 39：可比公司估值表

公司名称	股票代码	财报货币	收盘价	交易货币	市盈率			市净率			净资产收益率 (%)		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
中国中车*	601766.SH	CNY	5.66	CNY	13.8	14.6	12.4	1.2	1.1	1.1	8.9	8.0	8.9
中国中车*	01766.HK	CNY	3.23	HKD	7.1	7.4	6.3	0.6	0.6	0.5	8.9	8.0	8.9
中车时代电气*	03898.HK	CNY	25.35	HKD	10.1	10.7	9.6	1.2	1.1	1.0	12.7	10.8	11.1
中国通号*	688009.SH	CNY	6.32	CNY	17.5	17.4	15.5	1.6	1.6	1.5	10.9	9.2	9.8
中国通号*	03969.HK	CNY	2.98	HKD	7.4	7.3	6.5	0.7	0.7	0.6	10.9	9.2	9.8
交控科技*	688015.SH	CNY	43.39	CNY	54.5	33.5	23.0	6.4	5.5	4.7	17.2	17.7	22.0
和利时自动化*	HOLI.US	USD	10.84	USD	8.2(a)	5.4(a)	4.9(a)	0.7(a)	0.6(a)	0.5(a)	8.3(a)	11.6(a)	11.6(a)
鼎汉技术*	300011.SZ	CNY	7.83	CNY	102.5	85.9	50.7	2.2	2.2	2.1	2.2	2.6	4.2
永贵电器*	300351.SZ	CNY	11.17	CNY	n.a.	49.7	35.1	2.3	2.2	2.1	-20.4	4.5	6.1
康尼机电*	603111.SH	CNY	6.92	CNY	10.6	14.5	12.4	2.7	2.3	1.9	30.7	17.1	16.9
众合科技*	000925.SZ	CNY	8.63	CNY	35.4	95.0	21.4	1.9	1.9	1.7	5.6	2.0	8.5
三一重工*	600031.SH	CNY	22.39	CNY	16.9	12.9	11.0	4.3	3.3	2.7	29.5	29.1	26.8
徐工机械*	000425.SZ	CNY	6.01	CNY	13.0	11.1	8.7	1.4	1.3	1.1	11.4	12.1	13.8
中联重科*	000157.SZ	CNY	8.01	CNY	14.5	9.6	7.9	1.6	1.4	1.2	11.3	15.6	16.3
中联重科*	01157.HK	CNY	7.51	HKD	12.2	8.0	6.6	1.4	1.2	1.0	11.3	15.6	16.3
柳工*	000528.SZ	CNY	7.54	CNY	10.9	9.5	8.5	1.1	1.0	0.9	10.2	10.8	11.0
安徽合力*	600761.SH	CNY	11.68	CNY	13.3	11.2	9.7	1.7	1.6	1.4	13.6	14.6	15.2
恒立液压*	601100.SH	CNY	64.85	CNY	65.3	43.6	33.6	15.2	11.8	9.1	25.6	30.5	30.6
艾迪精密*	603638.SH	CNY	54.48	CNY	95.3	54.2	41.9	16.3	12.9	10.2	22.6	26.6	27.2
浙江鼎力*	603338.SH	CNY	95.31	CNY	66.7	47.8	32.5	14.4	11.4	8.7	23.9	26.6	30.5
龙马环卫*	603686.SH	CNY	22.18	CNY	34.1	23.5	19.5	3.7	3.3	2.9	11.2	14.8	15.8
诺力股份*	603611.SH	CNY	19.24	CNY	21.3	17.6	15.4	3.2	2.7	2.5	14.5	16.7	16.7
陕鼓动力*	601369.SH	CNY	6.54	CNY	18.2	14.9	13.5	1.6	1.6	1.5	9.4	10.7	11.1
大族激光*	002008.SZ	CNY	34.05	CNY	56.6	32.9	25.8	4.1	3.7	3.4	7.5	11.9	13.7
锐科激光*	300747.SZ	CNY	69.46	CNY	61.5	104.2	56.4	8.7	8.1	7.1	15.0	8.1	13.5
机器人*	300024.SZ	CNY	16.18	CNY	86.2	83.1	72.3	3.9	3.7	3.5	4.6	4.5	5.0
拓斯达*	300607.SZ	CNY	42.16	CNY	60.1	18.5	27.1	6.7	4.8	4.3	14.4	30.1	16.8
科远智慧*	002380.SZ	CNY	15.86	CNY	29.9	27.0	21.9	1.7	1.7	1.6	5.9	6.3	7.3
博实股份*	002698.SZ	CNY	12.47	CNY	41.5	30.0	24.4	5.6	5.0	4.3	14.1	17.6	19.0
巨星科技*	002444.SZ	CNY	19.34	CNY	23.2	17.3	14.5	2.8	2.5	2.2	12.7	15.2	15.9
永创智能*	603901.SH	CNY	9.91	CNY	44.2	30.7	23.1	3.0	2.8	2.5	7.2	9.5	11.5
津上机床中国*	01651.HK	CNY	6.71	HKD	14.6(a)	8.7(a)	6.4(a)	1.5(a)	1.4(a)	1.2(a)	10.8(a)	16.8(a)	20.4(a)
科沃斯*	603486.SH	CNY	39.97	CNY	187.0	69.5	52.9	9.1	8.0	7.2	4.9	12.3	14.4
华测检测*	300012.SZ	CNY	23.53	CNY	81.9	68.2	49.5	12.4	10.6	8.9	16.2	16.8	19.5
杰瑞股份*	002353.SZ	CNY	28.87	CNY	20.3	15.7	13.0	2.8	2.4	2.1	15.0	16.7	17.3
中集安瑞科*	03899.HK	CNY	3.12	HKD	6.2	7.0	6.1	0.8	0.7	0.7	13.5	10.8	11.5
金卡智能*	300349.SZ	CNY	16.49	CNY	16.8	16.3	13.8	1.9	1.8	1.7	11.7	11.4	12.6
应流股份*	603308.SH	CNY	26.48	CNY	98.9	66.6	45.5	3.6	3.4	3.2	4.0	5.3	7.4
豪迈科技*	002595.SZ	CNY	27.40	CNY	25.4	21.1	18.8	4.4	3.7	3.2	18.6	19.0	18.2
弘亚数控*	002833.SZ	CNY	38.01	CNY	27.0	24.7	19.2	5.7	4.9	4.1	23.5	21.4	23.1
美亚光电*	002690.SZ	CNY	49.40	CNY	61.3	55.9	43.4	14.0	13.7	12.8	23.2	24.8	30.5
三川智慧*	300066.SZ	CNY	6.10	CNY	33.2	27.8	23.2	3.6	3.3	2.9	11.4	12.3	13.3
赢合科技*	300457.SZ	CNY	28.99	CNY	99.3	38.9	37.2	5.2	4.6	4.2	5.4	12.6	11.8
先导智能*	300450.SZ	CNY	40.60	CNY	46.7	43.6	27.9	8.4	7.2	5.9	19.8	17.8	23.2
伊之密*	300415.SZ	CNY	12.57	CNY	28.2	22.0	17.9	4.2	3.7	3.2	16.0	17.9	19.1
海天国际*	01882.HK	CNY	18.96	HKD	15.5	13.2	11.6	2.1	1.8	1.7	14.0	14.7	15.1
精测电子*	300567.SZ	CNY	55.22	CNY	50.3	54.4	45.6	9.4	8.3	7.3	20.7	16.2	17.1
捷佳伟创*	300724.SZ	CNY	82.81	CNY	69.6	48.5	31.7	10.4	8.7	7.0	16.0	19.6	24.6
郑煤机*	601717.SH	CNY	9.72	CNY	16.2	11.3	9.9	1.4	1.3	1.1	8.8	11.6	12.0
郑煤机*	00564.HK	CNY	7.90	HKD	11.8	8.2	7.2	1.0	0.9	0.8	8.8	11.6	12.0
捷昌驱动*	603583.SH	CNY	69.90	CNY	61.2	36.9	30.7	9.8	7.6	6.2	16.9	23.3	22.3

注：标\*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年

A 股收盘于北京时间 2020-09-09；港股收盘于北京时间 2020-09-09；美股收盘于北京时间 2020-09-08

资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部



---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。



**特别声明**

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

**截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：应流股份-A。**

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

**中金研究基本评级体系说明：**

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

**股票评级定义：**

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

**行业评级定义：**

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

V190624  
编辑：赵静



## 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

### 美国

**CICC US Securities, Inc**

32<sup>th</sup> Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

### 英国

**China International Capital Corporation (UK) Limited**

25<sup>th</sup> Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

### 新加坡

**China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited**

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

### 香港

**中国国际金融（香港）有限公司**

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

### 上海

**中国国际金融股份有限公司上海分公司**

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

### 深圳

**中国国际金融股份有限公司深圳分公司**

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

