

# 高端铸造龙头，两机、核电业务打开成长空间

■ 证券研究报告

**投资评级:增持(首次)**

基本数据	2022-11-10
收盘价(元)	19.10
流通股本(亿股)	6.83
每股净资产(元)	5.99
总股本(亿股)	6.83

最近 12 月市场表现



**分析师** 余炜超  
 SAC 证书编号: S0160522080002  
 shewc@ctsec.com

**联系人** 谢铭  
 xieming@ctsec.com

**联系人** 赵璐  
 zhaolu@ctsec.com

**相关报告**

## 核心观点

- ❖ 专注精密铸造领域，大力研发行稳致远。**精密铸造是金属加工行业中技术壁垒最高的工艺之一，在合金一致性、结晶过程控制、铸造精度等方面均有极致苛刻的要求，需长时间技术试错迭代方能掌握。公司为国内为数不多的精密铸造厂商，产品批量供应海内外通用电气、西门子、卡特彼勒、斯伦贝谢等巨头企业，研发费用长期维持在较高水平。2022 年前三季度公司研发费用率達到 12.01%，同比+7.63%，持续高研发投入有望帮助公司保持技术领先优势。
- ❖ 深耕铸造二十余载，业务领域从油气工矿拓展至核电航空。**公司自 2000 年成立以来专注于铸造领域，产品应用于石油天然气、清洁高效发电、工程和矿山机械等领域。2008 年，公司成为同行业首批获得国家核安全局颁发的《民用核安全设备制造许可证》的企业之一，成功切入到核电领域。2015 年，公司设立应流航源，加快“两机”业务布局。目前公司已经形成了高端装备零部件业务为“两机”业务、核电业务为两翼的发展布局。
- ❖ 两机业务需求持续旺盛，布局全产业链优势愈发凸显。**航空发动机是“现代工业皇冠上的明珠”，是飞机的核心组件，燃气轮机原理结构与航空发动机相似，二者合称“两机”。“两机”业务技术壁垒较高，主要原因在于 1) 极端的高温高压工作条件；2) 认证资质壁垒导致的较长的认证周期，同时这也导致了国内仅有少数企业能够批量供货。公司在航空领域主要供应航空发动机涡轮叶片、热端机匣及燃气轮机叶片等部件，2022 年上半年该部分业务营收增速高达 41%，主要型号涡扇发动机叶片供货稳定，航空发动机机匣继续放量，航天发动机高温合金热端部件增速明显，燃机客户群进一步扩大。与此同时，公司积极拓展航空上下游产业链，目前已经实现上游高温合金母合金的自主研制生产，多个牌号已经取得认证并批量供货，通过高温合金的自主供应，公司两机业务成本有望进一步下降，全产业链优势愈发凸显；此外，公司通过收购 SBM 公司实现涡轴发动机和直升机的自主可控，涡轴发动机和直升机整机业务的持续研发推进有望给公司带来新的增长点。
- ❖ 核电进入发展快车道，公司多点布局有望持续受益。**双碳目标下核能已成为中国应对气候变化、保障能源安全的重要选项，根据中国核能行业协会发布的《中国核能发展与展望（2022）》，到 2035 年，核能发电量在中国电力结构中的占比需要达到 10%左右，与当前全球平均水平相当，到 2060 年，核能发电量在中国电力结构中的占比需要达到 20%左右，与当前 OECD 国家的平均水平相当，核能将保持积极安全有序的发展态势。9 月 13 日，国常会继上半年批复 6 个核电机组后再度批复 4 个核电机组，所用技术均为 CAP1000 和华龙一号，超市场预期，作为稳定制约少的环保能源，核电有望迎来持续发展。公司作为国内核电机组各类核级铸件、乏燃料格架、金属保温层、核辐射屏蔽材料的主要供应商，有望持续受益。此外，2022 年上半年公司核辐射屏蔽材料取得突破性进展，拿到国家重点项目订单，打开了未来 5-10 年市场空间。

- ❖ **传统业务维持较稳定增长，受益油价上涨，油服、炼油等行业装备需求良好。**公司传统业务定位于专用设备高端零部件，主要用于石油天然气、清洁高效发电、工程和矿山机械行业，自上市以来维持较稳定增长。公司在技术研发、产品制造、质量保证等方面处于国内领先地位，达到国际水平，拥有以铸造为源头的专用设备零部件制造完整产业链。2021年，公司高端装备零部件营业收入11.3亿元，占主营收入比重55.5%。受益于油气价格上涨，油服、炼油等行业装备需求较好，公司传统油气板块逐渐复苏。
- ❖ **投资建议：**公司是国内稀缺的高端铸造龙头企业，技术、资质壁垒优势明显，随着下游航空航天和核电领域需求的持续释放，公司高速发展态势有望长期持续。我们预计公司2022-2024年营收分别为23.95/30.70/36.03亿元，归母净利润5.19/5.25/7.08亿元，对应PE为26/26/19X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**“两机”业务不及预期，核电批复与开工不及预期，土地收储不及预期，原材料价格波动风险

**盈利预测：**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1833	2040	2395	3070	3603
收入增长率 (%)	-1.47	11.29	17.38	28.21	17.35
归母净利润(百万元)	202	231	519	525	708
净利润增长率 (%)	54.28	14.67	124.51	1.22	34.74
EPS (元/股)	0.30	0.34	0.76	0.77	1.04
PE	99.00	65.65	26.23	25.92	19.23
ROE (%)	5.33	5.87	11.84	10.70	12.60
PB	3.83	3.87	3.10	2.77	2.42

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)						财务指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1833.13</b>	<b>2040.10</b>	<b>2394.65</b>	<b>3070.29</b>	<b>3603.02</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1129.12	1296.72	1481.28	1829.55	2091.93	营业收入增长率	-1.5%	11.3%	17.4%	28.2%	17.4%
营业税费	43.49	45.34	52.68	69.08	81.07	营业利润增长率	50.4%	14.2%	130.5%	0.1%	34.5%
销售费用	50.78	33.99	43.10	52.19	61.25	净利润增长率	54.3%	14.7%	124.5%	1.2%	34.7%
管理费用	159.75	191.43	220.31	270.19	309.86	EBITDA 增长率	55.1%	8.4%	12.6%	34.1%	20.7%
研发费用	224.19	248.33	292.15	365.36	425.16	EBIT 增长率	138.1%	10.8%	24.3%	53.2%	27.8%
财务费用	111.80	106.79	109.55	128.43	140.44	NOPLAT 增长率	146.9%	11.7%	22.2%	54.6%	27.7%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	6.1%	9.1%	10.3%	10.9%	11.9%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	3.2%	3.2%	9.1%	9.9%	12.1%
投资和汇兑收益	1.89	-9.31	-11.97	15.35	18.02	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>175.14</b>	<b>200.08</b>	<b>461.24</b>	<b>461.92</b>	<b>621.40</b>	毛利率	38.4%	36.4%	38.1%	40.4%	41.9%
加:营业外净收支	-2.76	1.51	0.00	0.00	0.00	营业利润率	9.6%	9.8%	19.3%	15.0%	17.2%
<b>利润总额</b>	<b>172.38</b>	<b>201.60</b>	<b>461.24</b>	<b>461.92</b>	<b>621.40</b>	净利率	9.8%	10.3%	19.8%	15.6%	17.9%
减:所得税	-6.77	-9.51	-13.62	-17.86	-23.90	EBITDA/营业收入	27.1%	26.4%	25.4%	26.5%	27.3%
<b>净利润</b>	<b>201.61</b>	<b>231.18</b>	<b>519.02</b>	<b>525.36</b>	<b>707.90</b>	EBIT/营业收入	15.6%	15.5%	16.4%	19.6%	21.3%
资产负债表(百万元)						运营效率					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
货币资金	455.95	484.82	397.34	723.20	1048.43	固定资产周转天数	585	617	606	531	498
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>249</b>	<b>303</b>	<b>344</b>	<b>294</b>	<b>295</b>
应收账款	695.64	913.20	844.80	1316.68	1229.75	流动资产周转天数	513	612	551	569	527
应收票据	39.37	55.29	19.57	87.70	40.64	应收帐款周转天数	125	142	133	128	129
预付帐款	25.89	24.42	33.34	39.06	44.59	存货周转天数	408	351	352	350	350
存货	1262.09	1269.72	1626.99	1930.47	2137.18	总资产周转天数	1537	1574	1485	1277	1202
其他流动资产	65.00	83.78	83.78	83.78	83.78	投资资本周转天数	1364	1337	1257	1087	1037
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	5.3%	5.9%	11.8%	10.7%	12.6%
长期股权投资	0.00	5.00	7.50	10.42	13.54	ROA	2.5%	2.4%	5.1%	4.5%	5.7%
投资性房地产	0.00	0.00	-1.52	-3.03	-4.29	ROIC	4.3%	4.4%	4.9%	6.8%	7.8%
固定资产	2936.63	3448.46	3976.56	4468.63	4915.13	费用率					
在建工程	1633.03	1485.53	1197.21	980.71	786.18	销售费用率	2.8%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%
无形资产	665.41	632.40	708.32	778.54	833.46	管理费用率	8.7%	9.4%	9.2%	8.8%	8.6%
其他非流动资产	2.41	1.74	2.41	2.15	1.91	财务费用率	6.1%	5.2%	4.6%	4.2%	3.9%
<b>资产总额</b>	<b>8203.38</b>	<b>9633.34</b>	<b>10128.95</b>	<b>11659.28</b>	<b>12397.20</b>	三费/营业收入	17.6%	16.3%	15.6%	14.7%	14.2%
短期债务	1742.52	2408.38	2772.99	3193.09	3635.66	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	269.34	540.44	250.50	756.55	409.26	资产负债率	47.5%	53.9%	52.1%	54.3%	51.8%
应付票据	120.00	112.98	106.69	183.53	148.44	负债权益比	90.5%	116.7%	108.8%	118.7%	107.5%
其他流动负债	1.17	1.46	1.46	1.46	1.46	流动比率	0.99	0.94	0.97	1.00	1.07
长期借款	465.82	184.32	184.32	184.32	184.32	速动比率	0.47	0.40	0.35	0.45	0.48
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	3.05	3.32	3.28	4.40	4.95
<b>负债总额</b>	<b>3896.13</b>	<b>5188.22</b>	<b>5278.66</b>	<b>6329.20</b>	<b>6421.82</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>526.68</b>	<b>509.38</b>	<b>465.22</b>	<b>419.64</b>	<b>357.05</b>	DPS(元)	0.12	0.10	0.00	0.00	0.00
股本	487.96	683.15	683.15	683.15	683.15	分红比率					
留存收益	1089.02	1262.63	1711.97	2237.33	2945.23	股息收益率	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>4307.25</b>	<b>4445.12</b>	<b>4850.30</b>	<b>5330.08</b>	<b>5975.38</b>	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>						2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
净利润	201.61	231.18	519.02	525.36	707.90	EPS(元)	0.30	0.34	0.76	0.77	1.04
加:折旧和摊销	212.34	223.18	214.43	212.45	213.60	BVPS(元)	7.75	5.76	6.42	7.19	8.22
资产减值准备	11.34	9.60	8.53	13.30	12.42	PE(X)	99.0	65.6	26.2	25.9	19.2
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	PB(X)	3.8	3.9	3.1	2.8	2.4
财务费用	116.02	110.45	119.58	136.65	155.41	P/FCF					
投资收益	-1.89	9.31	11.97	-15.35	-18.02	P/S	7.9	7.5	5.7	4.4	3.8
少数股东损益	-22.47	-20.07	-44.16	-45.58	-62.59	EV/EBITDA	33.3	33.0	27.4	20.5	17.1
营运资金的变动	-78.52	-316.53	-568.50	-227.18	-453.16	CAGR(%)					
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>404.83</b>	<b>224.12</b>	<b>77.14</b>	<b>592.76</b>	<b>548.76</b>	PEG	1.8	4.5	0.2	21.2	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-855.35</b>	<b>-409.24</b>	<b>-339.96</b>	<b>-550.36</b>	<b>-510.68</b>	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>190.48</b>	<b>341.00</b>	<b>175.35</b>	<b>283.45</b>	<b>287.15</b>	REP					

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。