

## 正在崛起的军工新材料龙头

■ **鹏起实业成为实际控制人，军工新星强势崛起。**2016年8月，鹏起实业董事长张朋起以9元/股溢价受让鼎立控股1.33亿股，与一致行动人合计持有15.18%股权，成为第一大股东。这意味着公司业务将由之前的混业经营逐步转型为以军工新材料为主，有色资源综合回收为辅的“军工+环保”格局。

■ **鹏起实业：军工钛合金精密铸造和精密机加工一体化领导者，受益于军民融合大潮，成长性强。**子公司鹏起实业于2015年11月以增发股权收购形式并入上市公司，主业聚焦军用钛合金精密铸造，开拓飞机、医疗、核电等高端民用市场，核心优势显著。**第一，军工订单导入能力强。**董事长张朋起先生拥有深厚的产业背景与极强的资源整合能力，订单持续导入能力强，业绩增长强劲，2015-2017年业绩承诺0.8亿、1.5亿、2.2亿元；**第二，国内顶级钛合金团队。**军民融合大背景下，公司作为民企，激励机制完善，能够不断吸引和绑定核心团队，激发创业能动性；**第三，军工钛材需求迎来拐点。**一是新型飞机结构性能要求高，单机用钛量提升迅速；二是我国军机自主化升级加速，J20、运20批量列装确定性强；三是国产大飞机C919即将投产，将拉动钛材需求。**第四，继续拓展激光焊接业务，打开成长空间。**公司拟建激光焊接产线，发挥钛合金精密机加工技术优势，技术壁垒高、毛利空间大。

■ **拟收购成都宝通天宇，切入军工通信领域。**公司公告拟以现金3.06亿元人民币收购成都天宇51%股权，标的主营包括射频微波产品、软件无线电及数字通信产品和电源产品三大类，广泛应用于国防军工、地空通信、卫星导航和空管电子等领域，2016-2018年利润承诺不低于3000、5800、8500万元，估值合理，有望进一步增厚公司业绩水平，完善公司军工产品产业链。

■ **丰越环保：专注于稀有有色金属综合回收。**子公司丰越环保地处湖南省郴州地区，主营低品位铅锌矿、冶炼废渣回收处理，原料来源丰富且采购成本较低，富氧侧吹处理技术成熟且经济性强，业绩承诺强劲，2014-2016年净利润分别为1.22、1.8、2.2亿元，预计未来业绩仍将保持稳健增长。

■ **投资建议：“买入-A”投资评级，6个月目标价15元。**预计公司2016-2018年净利润分别为3.3、6.1、8.4亿元，复合增长率160%。考虑到军民融合大势所趋，国内军用钛材成长空间巨大，公司核心团队一流，具备极强的内生和外延能力，目标市值260亿，对应2018年动态市盈率30x。

■ **风险提示：**1) 利润承诺不达预期；2) 非主业剥离进度放缓

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,270.0	1,716.6	2,454.7	2,930.0	3,260.0
净利润	76.9	47.1	326.6	612.9	839.4
每股收益(元)	0.04	0.03	0.19	0.35	0.48
每股净资产(元)	1.42	2.59	2.72	2.96	3.30

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	232.8	380.1	54.8	29.2	21.3
市净率(倍)	7.2	3.9	3.8	3.4	3.1
净利润率	6.1%	2.7%	13.3%	20.9%	25.7%
净资产收益率	2.8%	0.7%	6.3%	12.0%	14.9%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	5.5%	2.6%	7.2%	13.8%	21.4%

投资评级 **买入-A**

首次评级

6个月目标价：**15元**  
股价(2016-10-17) **10.21元**

### 交易数据

总市值(百万元)	17,895.82
流通市值(百万元)	11,361.37
总股本(百万股)	1,752.77
流通股本(百万股)	1,112.77
12个月价格区间	6.24/12.47元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	24.15	25.86	30.38
绝对收益	25.43	25.43	20.05

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001  
qiding@essence.com.cn  
010-83321063

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004  
hengkun@essence.com.cn  
010-83321058

余懿

报告联系人

yuyi1@essence.com.cn  
010-83321065

蔡宇杰

报告联系人

caiyj@essence.com.cn  
010-83321070

### 相关报告



## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,270.0	1,716.6	2,454.7	2,930.0	3,260.0	<b>成长性</b>					
减:营业成本	998.8	1,321.4	1,593.7	1,782.0	1,836.0	营业收入增长率	-1.2%	35.2%	43.0%	19.4%	11.3%
营业税费	24.7	4.4	6.1	7.3	8.2	营业利润增长率	7.0%	-60.2%	2491.8%	108.4%	37.6%
销售费用	25.3	16.8	24.5	29.3	32.6	净利润增长率	134.3%	-38.8%	593.7%	87.7%	36.9%
管理费用	102.5	175.0	220.9	263.7	293.4	EBITDA 增长率	79.0%	73.1%	140.7%	63.0%	27.4%
财务费用	75.2	142.7	140.1	113.9	89.1	EBIT 增长率	95.6%	41.1%	226.5%	73.7%	30.0%
资产减值损失	9.8	81.4	90.0	14.7	16.3	NOPLAT 增长率	106.5%	9.4%	328.3%	75.8%	30.6%
加:公允价值变动收益	-2.3	-3.6	-	-	-	投资资本增长率	131.4%	55.3%	-7.8%	-15.8%	5.0%
投资和汇兑收益	4.9	43.2	-6.3	58.0	85.0	净资产增长率	150.3%	75.0%	5.5%	8.7%	11.0%
<b>营业利润</b>	<b>36.2</b>	<b>14.4</b>	<b>372.9</b>	<b>777.1</b>	<b>1,069.4</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	60.0	36.3	5.0	5.0	5.0	毛利率	21.4%	23.0%	35.1%	39.2%	43.7%
<b>利润总额</b>	<b>96.1</b>	<b>50.7</b>	<b>377.9</b>	<b>782.1</b>	<b>1,074.4</b>	营业利润率	2.8%	0.8%	15.2%	26.5%	32.8%
减:所得税	20.4	19.7	68.0	140.8	193.4	净利润率	6.1%	2.7%	13.3%	20.9%	25.7%
<b>净利润</b>	<b>76.9</b>	<b>47.1</b>	<b>326.6</b>	<b>612.9</b>	<b>839.4</b>	EBITDA/营业收入	11.3%	14.5%	24.4%	33.4%	38.2%
						EBIT/营业收入	8.8%	9.2%	20.9%	30.4%	35.5%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	194	253	197	176	172
						流动资产周转天数	323	334	238	93	30
						流动资产周转天数	775	819	554	367	321
						应收账款周转天数	79	44	50	66	68
						存货周转天数	462	481	312	135	62
						总资产周转天数	1,275	1,531	1,167	908	827
						投资资本周转天数	744	982	803	594	500
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	2.8%	0.7%	6.3%	12.0%	14.9%
						ROA	1.2%	0.4%	4.1%	8.9%	11.3%
						ROIC	5.5%	2.6%	7.2%	13.8%	21.4%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	2.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
						管理费用率	8.1%	10.2%	9.0%	9.0%	9.0%
						财务费用率	5.9%	8.3%	5.7%	3.9%	2.7%
						三费/营业收入	16.0%	19.5%	15.7%	13.9%	12.7%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	57.7%	43.9%	35.4%	25.4%	24.0%
						负债权益比	136.3%	78.3%	54.7%	34.1%	31.6%
						流动比率	1.12	1.38	1.50	1.70	1.93
						速动比率	0.49	0.54	0.75	1.35	1.58
						利息保障倍数	1.48	1.10	3.66	7.82	13.00
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.02	0.01	-	-	-
						分红比率	34.9%	37.2%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	75.8	31.0	326.6	612.9	839.4	EPS(元)	0.04	0.03	0.19	0.35	0.48
加:折旧和摊销	42.6	96.3	86.9	86.9	86.9	BVPS(元)	1.42	2.59	2.72	2.96	3.30
资产减值准备	9.8	81.4	90.0	14.7	16.3	PE(X)	232.8	380.1	54.8	29.2	21.3
公允价值变动损失	2.3	3.6	-	-	-	PB(X)	7.2	3.9	3.8	3.4	3.1
财务费用	75.2	142.7	140.1	113.9	89.1	P/FCF	-14.8	-11.2	-31.7	19.0	28.9
投资损失	-4.9	-43.2	6.3	-58.0	-85.0	P/S	14.1	10.4	7.3	6.1	5.5
少数股东损益	-1.1	-16.1	-16.7	28.4	41.7	EV/EBITDA	74.6	86.4	30.6	17.5	13.5
营运资金的变动	-570.8	-594.1	701.4	1,278.2	-43.0	CAGR(%)	103.8%	205.2%	106.1%	103.8%	205.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-244.1</b>	<b>-287.0</b>	<b>1,334.7</b>	<b>2,077.0</b>	<b>945.4</b>	PEG	2.2	1.9	0.5	0.3	0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-110.6</b>	<b>-521.2</b>	<b>-90.7</b>	<b>-187.9</b>	<b>85.0</b>	ROIC/WACC	0.6	0.3	0.8	1.6	2.4
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>366.8</b>	<b>1,007.2</b>	<b>-1,914.2</b>	<b>-278.4</b>	<b>-89.1</b>	REP	4.7	12.7	4.3	2.5	1.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；  
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；  
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；  
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；  
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；  
B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

齐丁、衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034