

研究所

证券分析师：
0755-83473923
联系人：

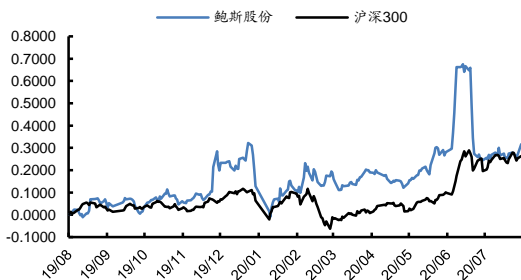
谭倩 S0350512090002
tanq@ghzq.com.cn
赵彬凯 S0350120030003
zhaobk@ghzq.com.cn

压缩机龙头强势进攻，光伏/半导体设备打开成

长空间

——鲍斯股份（300441）中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
鲍斯股份	5.3	16.9	34.5
沪深300	5.6	24.4	24.5

市场数据 2020-08-24

当前价格（元）	10.36
52周价格区间（元）	7.33 - 13.51
总市值（百万）	6808.49
流通市值（百万）	6482.55
总股本（万股）	65718.97
流通股（万股）	62572.84
日均成交额（百万）	85.32
近一月换手（%）	27.22

相关报告

《鲍斯股份（300441）动态研究：压缩机龙头多点布局，强技术储备彰显竞争力》——
2020-06-15

《鲍斯股份（300441）深度报告：光伏和氢能双轮齐驱，压缩机龙头多点布局》——
2020-03-09

事件：

公司发布中报：2020H1 实现营收 8.46 亿元，同比增长 16.5%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长 78%，实际业绩位于预告区间中位，符合市场预期。

投资要点：

- **Q2 环比向上大幅改善。**2020Q2 实现营收 5.5 亿元 (YoY+44.2%, QoQ+86.8%)，归母净利润 9131 万元 (YoY+137.3%, QoQ+405%)，扣非归母净利润 8494 万元 (YoY+153.7%, QoQ+329%)。Q2 业绩环比 Q1 大幅改善，从上半年整体来看，公司各产品放量带动营收稳定增长，利润增速高于营收增速，产品盈利能力显著提升，压缩机产品及刀具产品为公司主要业绩来源，整体经营稳健向好：

压缩机/真空泵蓄势而上，半导体/光伏下游打开成长空间：公司压缩机业务实现营收 5 亿元，同比+36.2%，毛利 1.71 亿元，同比+52%，毛利率 34.17%，同比+3.5pct。2020H1 疫情之下，熔喷布配套全球口罩需求出现较大幅度增长，市场驱动下，熔喷布产线数量和自动化水平快速提升，变频无油鼓风机作为自动化熔喷布产线的核心设备其市场需求同步增长。中长期来看，随着无油螺杆主机/整机量产，成本下降使得压缩机业务板块毛利率提升；目前公司干式真空泵在光伏产业已实现批量出货，未来随着光伏扩产叠加国产替代，产品进入龙头供应链有望持续为公司带来业绩弹性。同时公司借由光伏设备领域不断加大研发提升产品性能，计划通过在光伏设备真空泵的技术积累在后期切入半导体设备真空泵领域，真空泵产品前景巨大。

持续加码高端刀具，客户结构深度优化：公司刀具业务实现营收 2.2 亿元，同比-5%，毛利 9361 万元，同比+1.8%，毛利率 42.8%，同比+2.8pct。公司自收购苏州阿诺以来，持续加大在下设阿诺精密刀具研究院的投入，不断开发和储备新的非标精密刀具产品。随着公司产品向高端客户延伸，阿诺精密的客户结构持续优化，带动非标刀具业务毛利率提高。由于前期下游汽车零部件行业承压，公司加大向航空类刀具的高端制造领域的研发，前期航空类产品认证周期较长，未来 1-2 年有望在尖端科技领域实现持续放量。

- **整体费用控制进一步优化，销售回款能力持续改善。**2019 年公司三费和研发支出合计 1.51 亿元，费用率 17.8%，同比-4.1pct，整体费用水平得到更进一步的控制。其中销售费用率 4.8%，同比-0.9pct；管理费用率 7.2%，同比-1.9pct；研发支出占比 4.1%，同比-0.8pct；财务费用率 1.7%，同比-0.5pct，综合来看，公司费用控制能力良好。经营活动现金净流入 2.2 亿元，同比+212%，投资活动现金净流出 8965 万元，筹资活动现金净流入 3.8 亿元，同比基本持平。公司销售回款能力大幅提升，融资能力良好。
- **维持公司“买入”评级：**公司作为螺杆压缩机/真空泵龙头，持续向高端领域进发，无油产品量产带动毛利率显著提升，预计 2020-2022 年净利润分别 2.28/3.04/3.84 亿元，对应的 EPS 分别为 0.35/0.46/0.58 元。长期来看，公司技术储备深厚，未来在光伏、半导体真空泵和燃料电池空压机领域持续突破，有望打造新的增长点，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**燃料电池产业发展不及预期；空压机研发不及预期；前期并购产业带来商誉减值；相关产品国产替代进程的不确定性；航空刀具产品发展不及预期。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	1560	1837	2224	2644
增长率(%)	4%	18%	21%	19%
归母净利润（百万元）	(145)	228	304	384
增长率(%)	-220%	--	33%	26%
摊薄每股收益（元）	-0.22	0.35	0.46	0.58
ROE(%)	-9.11%	12.78%	14.91%	16.25%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、龙头强势进击，光伏/半导体设备打开成长空间

技术实力强劲，全面并购布局打开成长空间。公司拥有与螺杆主机设计、生产加工相关的系列核心技术，掌握了自动数控磨刀机的核心加工技术，长期以来，在技术储备深厚的基础上，通过外延并购不断拓宽下游：**(1)**通过收购阿诺精密切入高效精密切削刀具市场；**(2)**通过收购国内知名的蜗杆等精密传动部件专业制造厂商新世达，进军精密传动部件领域；**(3)**通过收购宁波威克斯液压进军液压泵及伺服系统领域，新业务在保持原有品牌的基础上，与公司强大的技术储备结合，技术实力和产品实力并重实现协同效应，打开成长空间。

图 1：公司近年来业绩情况

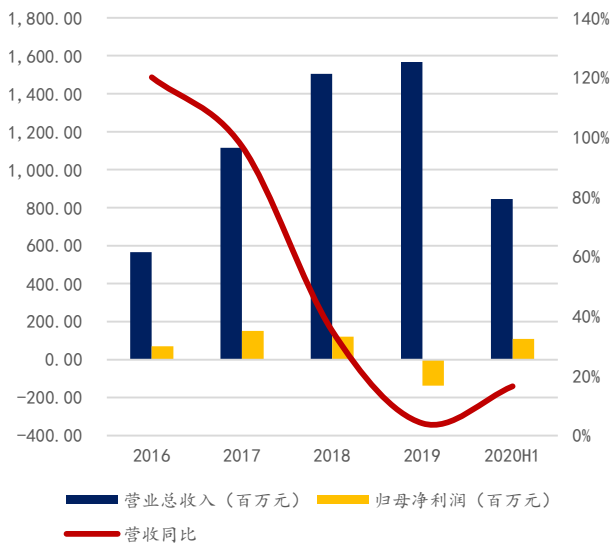
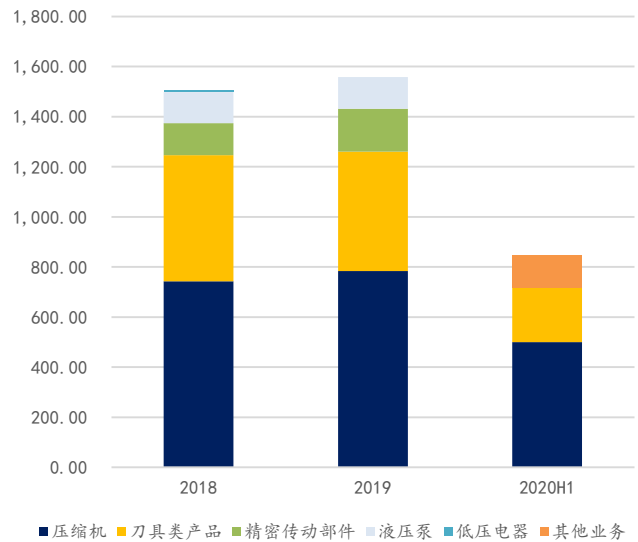


图 2：公司主营业务营收构成



资料来源：Wind、国海证券研究所

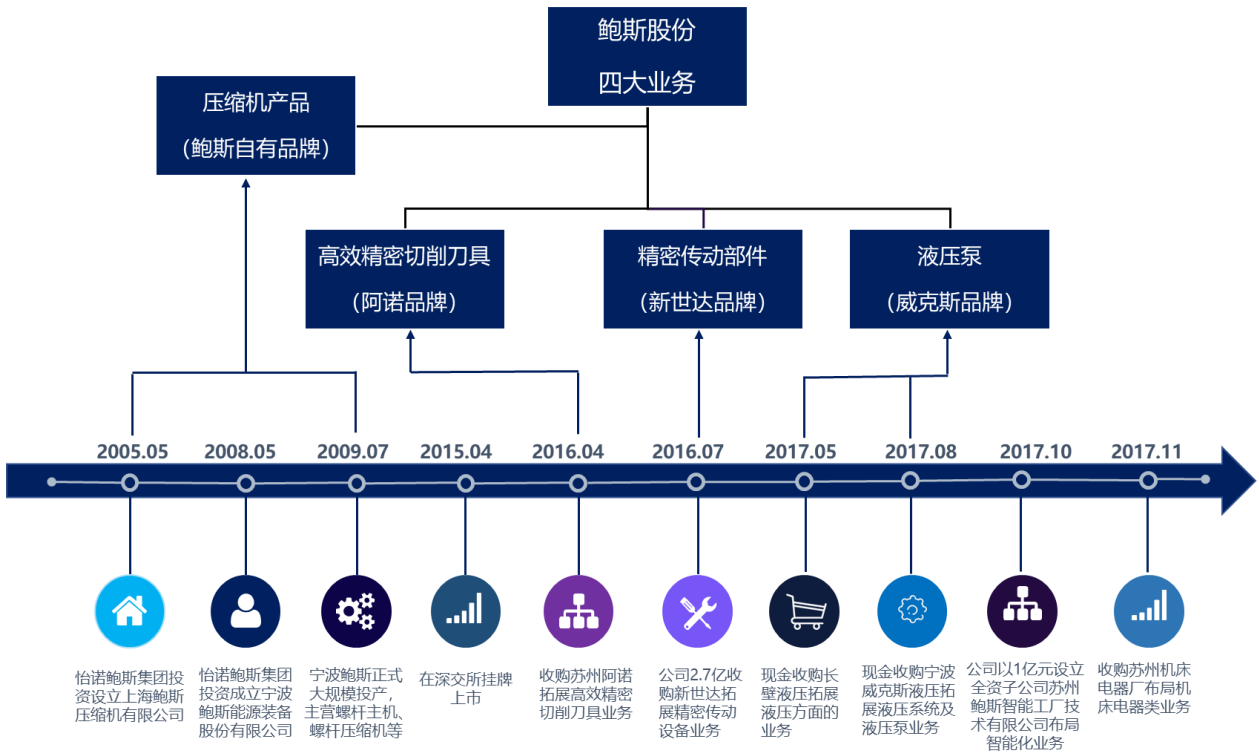
资料来源：Wind、国海证券研究所

高效精密切削刀具：公司通过收购阿诺精密切入高效精密切削刀具市场。阿诺精密主营业务为高效精密切削刀具的设计、制造与销售，以及刀具数控修复服务。凭借良好的技术研发能力、优越的产品性能以及完善的营销网络体系等综合管理优势，阿诺精密已是国内领先的金属切削整体解决方案专业供应商。公司高效精密切削刀具业务目前仍主要使用“阿诺”品牌。

精密传动部件：公司通过收购国内知名的蜗杆等精密传动部件专业制造厂商新世达，进军精密传动部件领域，精密传动部件业务保持新世达自有品牌未发生变化。目前公司作为蜗杆及斜齿轮传动整体解决方案的专业供应商，为客户提供全方位、个性化、专业化的整体解决方案，主要产品包括高精度蜗杆轴、丝杆轴、常规电机轴等。

液压泵：公司通过收购宁波威克斯液压进军液压泵及伺服系统领域。威克斯液压主要负责提供专业液压系统整体解决方案，从事液压叶片泵相关产品的研发、生产和销售。自其进入公司业务板块以来，威克斯液压仍旧保持了其原来的品牌及经营模式。

图 3: 公司主要业务及发展历程

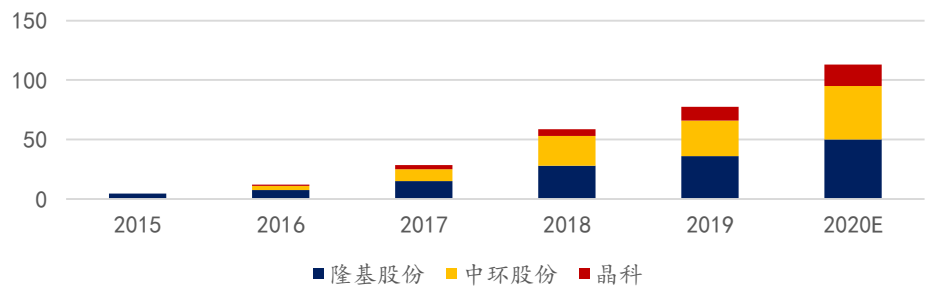


资料来源: 公司官网、国海证券研究所

光伏平价前夜，龙头扩产在即。随着度电成本下降，光伏即将进入全球平价期，海外市场需求持续向好，国内市场龙头企业建设积极性较高，并网确定性强。目前通威、隆基、晶澳等巨头相继发布扩产计划：

- (1) 隆基股份全资子公司隆基乐叶与西安国家民用航天产业基地管理委员会签订年产 10GW 单晶电池及配套中试项目；
- (2) 通威股份宣布投资建设年产 30GW 高效太阳能电池及配套项目，项目总投资约 200 亿元，同时发布《2020-2023 年发展规划》，高纯晶硅业务 2023 年累计产能目标为 22-29 万吨，太阳能电池业务 2023 年累计产能目标为 80-100GW；
- (3) 晶澳科技拟投建 10GW 高效电池和 10GW 高效组件及配套项目，总投资额 102 亿元；同时子公司拟投建 11.3 亿元建设 3.6GW 高效电池升级项目。

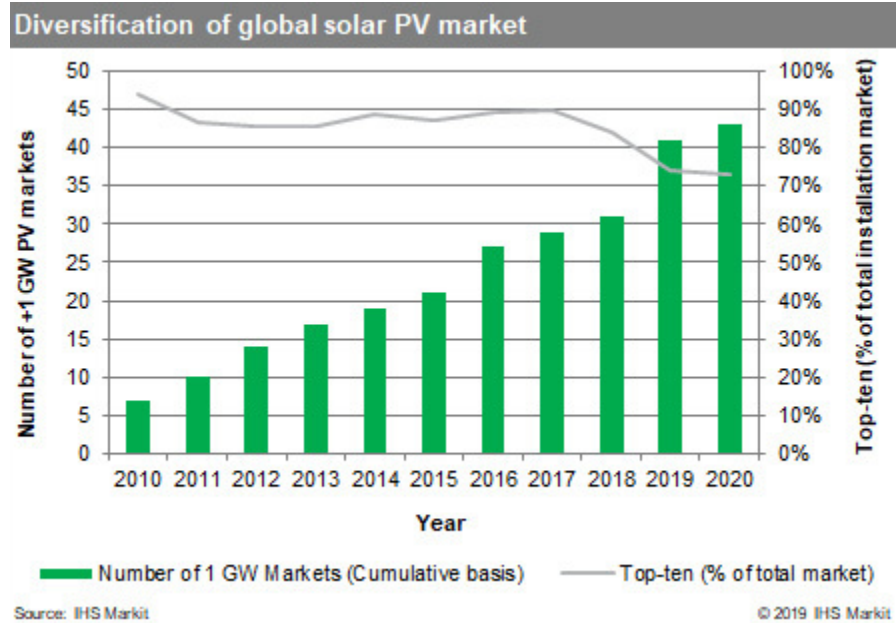
图 4: 主流厂商单晶硅片产能 (GW)



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

全球光伏新增装机将持续提升，干式真空泵有望形成配套刚需。后补贴时代，大硅片、异质结、大组件等新技术应用有望推动终端应用的降本增效，据 IHS Markit 发布《2020 年全球光伏需求预测》，到 2020 年全球累计太阳能装机量将达到 142GW，同比增长 14%，超过 1GW 的国家达到 43 个左右，是 2010 年的 7 倍。随着光伏平价上网的临近和行业内落后产能加速淘汰，光伏产业链有望迎来新一轮的扩张周期，光伏行业中长期趋势向上。

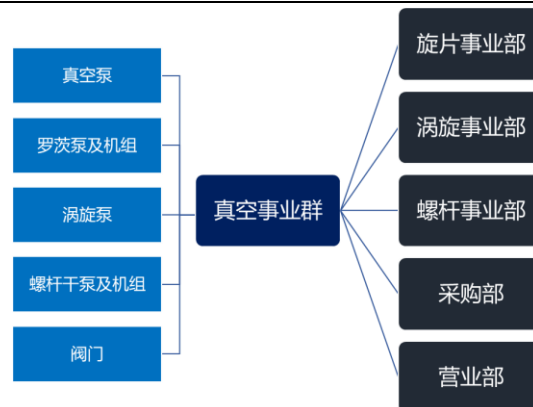
图 5: 累计装机量超过 1GW 的国家持续增长



资料来源：IHS Markit、国海证券研究所

光伏生产多流程涉及真空，扩产有望形成上游多环节干式真空泵刚需。光伏组件生产中诸如晶体硅，CdTe，CIGS 或硅薄膜技术的各种工艺，与真空技术的发展密不可分。例如太阳能电池层压工艺需要在真空环境中连接前保护板和后保护板的同时封装太阳能电池；单晶硅多晶硅烧结炉过程中，使用真空环境可防止杂质污染，和其他气体的反应，提高拉晶纯度。而制作过程中，相较于传统真空泵，干式真空泵运行时间高、维护成本低、操作成本低，且拥有高耐蒸气性和粒子兼容性，近年来在光伏领域应用甚广。

图 6: 真空事业群架构



资料来源：公司官网、国海证券研究所

干式真空泵成功投放市场，光伏扩产叠加国产替代迎来广阔空间。干式真空泵的生产需要深厚的机械精密加工技术，同时需要对真空泵的转子材料性能有足够的研发积累，目前国产干泵的市场占有率较低，以全球高端干式真空泵而言，Edwards、Leybold、Kashiyama、Ebara 占据主要市场份额。2020H1 疫情之下，熔喷布配套全球口罩需求出现爆发性增长，市场驱动下，熔喷布产线数量和自动化水平快速提升，变频无油鼓风机作为自动化熔喷布产线的核心设备其市场需求同步增长。中长期来看，随着无油螺杆主机/整机量产，成本下降使得压缩机业务板块毛利率提升；目前公司干式真空泵在光伏产业已实现批量出货，未来随着光伏扩产叠加国产替代，产品进入龙头供应链有望持续为公司带来业绩弹性。同时公司借由光伏设备领域不断加大研发提升产品性能，计划通过在光伏设备真空泵的技术积累在后期切入半导体设备真空泵领域，真空泵产品前景巨大。

2、盈利预测

维持公司“买入”评级：公司作为螺杆压缩机/真空泵龙头，持续向高端领域进发，无油产品量产带动毛利率显著提升，预计 2020-2022 年净利润分别 2.28/3.04/3.84 亿元，对应的 EPS 分别为 0.35/0.46/0.58 元。长期来看，公司技术储备深厚，未来在光伏、半导体真空泵和燃料电池空压机领域持续突破，有望打造新的增长点，维持公司“买入”评级。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	1560	1837	2224	2644
增长率(%)	4%	18%	21%	19%
归母净利润（百万元）	(145)	228	304	384
增长率(%)	-220%	--	33%	26%
摊薄每股收益（元）	-0.22	0.35	0.46	0.58
ROE(%)	-9.11%	12.78%	14.91%	16.25%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

3、风险提示

- 1) 燃料电池产业发展不及预期；
- 2) 空压机研发不及预期；
- 3) 前期并购产业带来商誉减值；
- 4) 相关产品国产替代进程的不确定性；
- 5) 航空刀具产品发展不及预期。

附表：鲍斯股份盈利预测表

证券代码:	300441.SZ				股价:	10.36	投资评级:	买入	日期:	2020-08-24
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E	
盈利能力					每股指标					
ROE	-9%	13%	15%	16%	EPS	-0.22	0.35	0.46	0.58	
毛利率	35%	37%	37%	38%	BVPS	2.05	2.34	2.71	3.17	
期间费率	23%	21%	20%	18%	估值					
销售净利率	-9%	12%	14%	15%	P/E	-43.79	27.72	20.80	16.47	
成长能力					P/B	4.70	4.12	3.55	3.03	
收入增长率	4%	18%	21%	19%	P/S	4.08	3.44	2.84	2.39	
利润增长率	-220%	--	33%	26%						
营运能力					利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	
总资产周转率	0.56	0.60	0.66	0.70	营业收入	1560	1837	2224	2644	
应收账款周转率	3.79	4.00	3.60	3.60	营业成本	1021	1157	1395	1648	
存货周转率	2.35	2.30	2.11	2.08	营业税金及附加	13	13	18	21	
偿债能力					销售费用	93	101	118	137	
资产负债率	43%	41%	39%	37%	管理费用	215	239	267	288	
流动比	1.13	1.34	1.58	1.83	财务费用	33	37	35	33	
速动比	0.74	0.91	1.04	1.23	其他费用/(-收入)	356	0	0	(10)	
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	营业利润	(96)	291	392	506	
现金及现金等价物	246	438	478	636	营业外净收支	11	0	1	1	
应收款项	412	460	618	734	利润总额	(85)	291	393	507	
存货净额	435	508	671	802	所得税费用	31	35	51	71	
其他流动资产	180	205	239	306	净利润	(116)	256	342	436	
流动资产合计	1272	1569	1964	2436	少数股东损益	29	28	38	52	
固定资产	918	827	744	669	归属于母公司净利润	(145)	228	304	384	
在建工程	36	66	86	96	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	
无形资产及其他	141	141	139	137	经营活动现金流	219	289	197	345	
长期股权投资	66	66	66	66	净利润	(116)	256	342	436	
资产总计	2803	3038	3369	3774	少数股东权益	29	28	38	52	
短期借款	675	675	675	675	折旧摊销	113	106	97	88	
应付款项	248	285	344	406	公允价值变动	42	0	0	0	
预收帐款	44	52	69	89	营运资金变动	150	(190)	(432)	(397)	
其他流动负债	158	158	158	158	投资活动现金流	(243)	62	63	64	
流动负债合计	1125	1169	1245	1328	资本支出	(55)	62	63	64	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(11)	0	0	0	
其他长期负债	83	83	83	83	其他	(177)	0	0	0	
长期负债合计	83	83	83	83	筹资活动现金流	216	(46)	(61)	(77)	
负债合计	1208	1252	1329	1411	债务融资	55	0	0	0	
股本	661	657	657	657	权益融资	5	0	0	0	
股东权益	1595	1786	2040	2363	其它	156	(46)	(61)	(77)	
负债和股东权益总计	2803	3038	3369	3774	现金净增加额	192	305	198	333	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，10年行业研究经验，研究所副所长(主持工作)、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

傅鸿浩，中国科学院硕士，4 年电力设备与新能源行业研究经验，曾任职于安信证券，国海证券。

尹斌，中科院物理化学博士，4 年比亚迪动力电池实业经验，3 年证券从业经验，2018 年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究，2015 年新财富第 2 名、2016 年新财富第 3 名核心成员。

张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

赵彬凯，香港科技大学经济学硕士，中山大学管理科学学士，2020 年加入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联

机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。