

## 公司研究/公告点评

2019年07月11日

航天军工/航天军工II

投资评级：增持（维持评级）

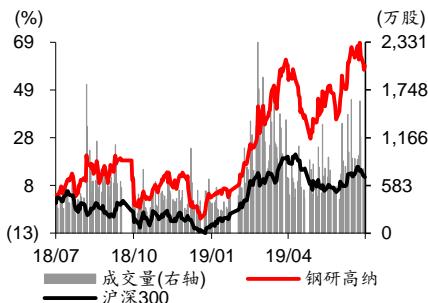
当前价格(元):	14.53
合理价格区间(元):	15.17~16.65

王宗超 研究员	执业证书编号: S0570516100002 010-63211166 wangzongchao@htsc.com
李斌 研究员	执业证书编号: S0570517050001 libin@htsc.com
何亮 研究员	执业证书编号: S0570517110001 heliang@htsc.com
王维 联系人	01056793945 wangwei011620@htsc.com
江翰博 联系人	010-56793962 jianghanbo@htsc.com

## 相关研究

1《钢研高纳(300034,增持):乘航发之东风，高温合金龙头启航》2019.04

## 一年内股价走势图



资料来源：Wind

## 高温合金龙头，业绩增长符合预期

## 钢研高纳(300034)

## 公司 2019H1 预计归母净利润增长 73%-94%，符合预期

7月9日公司发布2019H1业绩预告，预计上半年归母净利润8000-9000万元，同比增长72.62%-94.19%。公司业绩增长主要是并购的子公司青岛新力通贡献利润增量，并且公司原有高温合金业务销售规模扩大所致。公司业绩符合我们的预期，我们维持此前盈利预测，预计公司19-21年EPS分别为0.37/0.43/0.50元，维持增持评级。

## 持续加强研发投入，逐步扩大市场

根据公司2018年报，公司在铸造高温合金的核心竞争领域—单晶叶片的研发上已实现重大突破，GH4169合金市场占有率居全国第一。同时公司对新产品加大研发力度，Ti2AlNb金属间化合物较同行业企业技术领先。粉末高温合金FGH4095挡板应用已拓展到航天领域，并在争取某航空发动机两盘国产化竞标项目。公司还针对民品市场开展FGH4097盘件试制准备工作。子公司河北德凯也形成了具有鲜明特色的轻质合金熔模铸件研发生产基地，正在布局几乎全部的在研及批产航空发动机型号。

## 拟新建产业基地，未来军品交付能力有望进一步强化

6月12日公司公告，为响应军民融合发展战略，公司拟联合河北钢研德凯在青岛建立平度产业基地和钢研军民融合创新研究院，项目一期投资约8.1亿元，建设期2年。公司建设产业基地有助于强化技术积累、扩大高性能高温合金材料产能，提升军品交付能力，进一步占领市场空间。我们此前在公司首次覆盖报告《乘航发之东风，高温合金龙头启航》中提到，预计航空发动机用高温合金年市场空间约25亿元，远超公司现有营收体量。公司通过布局新产业基地，有望抢占市场先机。

## 高温合金市场增长可观，公司作为龙头或受益于需求放量

钢研高纳是A股高温合金龙头，公司技术领先，在多个市场具有较高份额。我们认为，随着近年两机专项逐步落实，未来高温合金需求增速可观，公司作为龙头或显著受益。高温合金需求增量主要来自自主航空航天产业所研制的军用发动机，以及上海电气、东方电气等集团大型地面燃机的国产替代。对于军品领域，2016年以来歼20、运20等新一代战斗机、运输机集中列装，老旧军机存在较大更新需求，我国战略空军发展提速，有望对航空发动机和相关材料需求形成拉动。

## 业绩增长符合预期，维持增持评级

预计公司变形、铸造、新型高温合金业务在2019-21年将保持一定速度增长，预计公司19-21年EPS将分别为0.37/0.43/0.50元，较此前盈利预测不变。参考可比公司19年Wind一致预期的41.41倍PE，我们给予公司19年41-45倍PE，对应目标价15.17-16.65元，维持增持评级。

风险提示：下游需求不及预期、公司产品市占率降低、技术更新等。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	448.94
流通 A 股 (百万股)	421.54
52 周内股价区间 (元)	8.60-15.44
总市值 (百万元)	6,523
总资产 (百万元)	2,684
每股净资产 (元)	4.07

资料来源：公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	674.91	892.59	1,285	1,497	1,720
+/-%	(0.96)	32.25	43.91	16.55	14.89
归属母公司净利润 (百万元)	58.19	106.78	167.04	191.89	226.33
+/-%	(39.36)	83.49	56.43	14.88	17.95
EPS (元, 最新摊薄)	0.13	0.24	0.37	0.43	0.50
PE (倍)	112.10	61.09	39.05	33.99	28.82

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

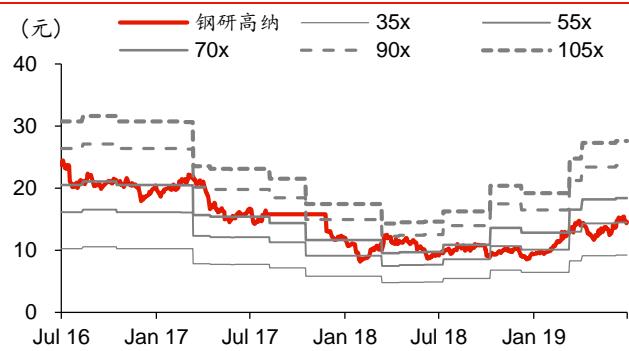
图表1：可比上市公司估值一览表（可比公司估值参考 Wind一致预测）

股票代码	股票简称	股价/元	EPS (元)			P/E (倍)		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
300699.SZ	光威复材	34.42	1.02	0.92	1.17	35.20	37.41	29.42
600456.SH	宝钛股份	23.16	0.33	0.54	0.76	46.02	42.89	30.47
600893.SH	航发动力	23.66	0.47	0.54	0.65	45.93	43.92	36.61
平均值						42.38	41.41	32.17
<b>300034.SZ</b>	<b>钢研高纳</b>	<b>14.53</b>	<b>0.24</b>	<b>0.37</b>	<b>0.43</b>	<b>61.09</b>	<b>39.05</b>	<b>33.99</b>

资料来源：Wind，华泰证券研究所；数据日期：2019年7月10日

**PE/PB - Bands**

图表2：钢研高纳历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：钢研高纳历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,287	1,473	1,886	2,065	2,265
现金	208.66	125.72	125.72	125.72	125.72
应收账款	256.84	437.40	629.69	733.90	843.19
其他应收账款	2.90	5.54	7.97	9.29	10.67
预付账款	21.33	20.41	28.74	33.38	38.46
存货	431.78	467.38	494.38	464.72	444.95
其他流动资产	365.59	416.70	599.18	698.16	801.97
非流动资产	611.53	1,111	1,153	1,193	1,232
长期投资	16.19	48.77	48.77	48.77	48.77
固定投资	455.13	567.96	554.87	538.86	520.78
无形资产	45.47	105.66	164.21	222.76	281.31
其他非流动资产	94.76	388.75	384.83	382.42	380.78
资产总计	1,899	2,584	3,038	3,258	3,497
流动负债	345.41	591.03	893.46	973.25	1,048
短期借款	22.20	56.51	173.78	150.66	113.16
应付账款	263.84	421.75	594.03	689.92	794.92
其他流动负债	59.37	112.77	125.65	132.67	140.22
非流动负债	131.51	96.00	104.47	101.70	100.72
长期借款	6.43	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	125.08	96.00	104.47	101.70	100.72
负债合计	476.92	687.03	997.93	1,075	1,149
少数股东权益	68.43	101.80	131.80	166.80	201.80
股本	422.24	448.94	448.94	448.94	448.94
资本公积	349.77	687.90	687.90	687.90	687.90
留存公积	581.30	658.53	771.80	879.41	1,009
归属母公司股东权益	1,353	1,795	1,909	2,016	2,146
负债和股东权益	1,899	2,584	3,038	3,258	3,497

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	42.83	63.13	28.46	212.77	242.42
净利润	48.97	120.34	197.04	226.89	261.33
折旧摊销	38.90	41.19	39.32	40.71	42.03
财务费用	(0.02)	0.19	10.12	23.64	26.37
投资损失	(0.54)	1.27	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(47.66)	(75.17)	(242.61)	(83.93)	(95.10)
其他经营现金	3.18	(24.69)	24.59	5.46	7.79
投资活动现金	(24.28)	(134.07)	(81.74)	(81.74)	(81.74)
资本支出	24.47	24.61	20.00	20.00	20.00
长期投资	0.00	4.70	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.19	(104.76)	(61.74)	(61.74)	(61.74)
筹资活动现金	6.91	(27.28)	53.28	(131.03)	(160.68)
短期借款	11.20	34.31	117.27	(23.12)	(37.50)
长期借款	(1.80)	(6.43)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	2.51	26.71	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	18.06	338.13	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(23.07)	(420.00)	(63.99)	(107.91)	(123.18)
现金净增加额	25.46	(98.24)	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	674.91	892.59	1,285	1,497	1,720
营业成本	533.72	630.52	888.08	1,031	1,188
营业税金及附加	7.40	10.05	14.47	16.86	19.37
营业费用	6.39	8.02	12.85	14.97	17.20
管理费用	46.67	62.86	109.18	127.25	146.20
财务费用	(0.02)	0.19	10.12	23.64	26.37
资产减值损失	20.03	13.44	18.00	16.00	15.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.54	(1.27)	0.00	0.00	0.00
营业利润	52.43	136.57	231.81	266.92	307.45
营业外收入	0.87	0.60	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.09	0.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	53.21	136.89	231.81	266.92	307.45
所得税	4.24	16.55	34.77	40.04	46.12
净利润	48.97	120.34	197.04	226.89	261.33
少数股东损益	(9.23)	13.57	30.00	35.00	35.00
归属母公司净利润	58.19	106.78	167.04	191.89	226.33
EBITDA	91.31	177.95	281.25	331.27	375.85
EPS (元, 基本)	0.14	0.24	0.37	0.43	0.50

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	(0.96)	32.25	43.91	16.55	14.89
营业利润	(45.47)	160.50	69.73	15.15	15.18
归属母公司净利润	(39.36)	83.49	56.43	14.88	17.95
获利能力 (%)					
毛利率	20.92	29.36	30.86	31.10	30.91
净利率	8.62	11.96	13.00	12.82	13.16
ROE	4.30	5.95	8.75	9.52	10.55
ROIC	3.80	6.47	9.67	11.01	11.98
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.12	26.58	32.84	32.99	32.86
净负债比率 (%)	6.00	11.43	19.62	16.06	11.76
流动比率	3.73	2.49	2.11	2.12	2.16
速动比率	2.43	1.69	1.55	1.64	1.73
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.40	0.46	0.48	0.51
应收账款周转率	2.41	2.38	2.23	2.03	2.02
应付账款周转率	3.17	1.84	1.75	1.61	1.60
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.24	0.37	0.43	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.14	0.06	0.47	0.54
每股净资产(最新摊薄)	3.01	4.00	4.25	4.49	4.78
估值比率					
PE (倍)	112.10	61.09	39.05	33.99	28.82
PB (倍)	4.82	3.63	3.42	3.24	3.04
EV_EBITDA (倍)	71.16	36.51	23.10	19.61	17.29

## 免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本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或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

—报告发布日后的6个月内行业的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

—报告发布日后的6个月内公司的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨幅为基准；

—投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com