证券研究报告—动态报告

国防军工

航空军工

钢研高纳(300034)

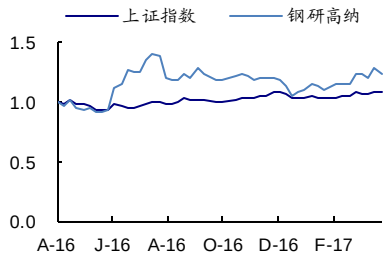
买入

2016 年年报点评

（首次评级）

2017 年 03 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	420/419
总市值/流通(百万元)	9,129/9,109
上证综指/深圳成指	3,269/10,647
12 个月最高/最低(元)	25.50/15.25

联系人：李君海
电话：010-88005315
E-MAIL：lijunh@guosen.com.cn

证券分析师：王念春
电话：0755-82130407
E-MAIL：wangnc@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

财报点评

业绩下滑将被扭转，高温合金有望迎来旺盛需求

- **营收 6.81 亿，归母净利 0.96 亿，同比分别下降 3.97%、22.79%**

公司公布 2016 年年报，业绩出现下滑。公司的主要业务板块包括变形高温合金、铸造高温合金、粉末高温合金以及弥散强化合金等专业化高温合金。其中，变形高温合金营收增长 14.48%，受益于涡轮盘锻件产量创新高，生产涡轮盘及各类盘锻件大幅增加；铸造高温合金和新型高温合金材料及制品营收分别下降 20.6%和 10.7%。公司业绩下滑因客户主体变更出现在第三季度，第四季度已经恢复增长。

- **“国发”“商发”带来新机遇，短暂影响后迎来行业发展大机遇**

公司定位于中国“先进高温材料”技术的引领者与产业升级的推动者。铸造高温合金主要供应各航空、航天发动机、船用发动机和战车发动机等军品精铸件生产。民品高温合金母合金主要供应发动机厂、其它精密铸造厂生产民用航空发动机、燃气轮机。公司高温合金核心业务保持着行业领军地位，新兴业务保持着持续增长态势，16 年公司在高端高温合金领域取得了一系列的突破，面对放量的市场具有既有优势，有望充分享受国产涡扇发动机、涡桨发动机、航天发动机等需求大幅增长带来的发展机遇。

- **持续改善，提质增效，有望受益于央企改革推进**

17 年公司有望实现营收与净资产收益率的双双提升。此外，公司也是央企混改的潜在受益标的，通过改革有望进一步提高企业效率和市场化活力。公司 17 年度发展规划管理重点中提出积极接触目标企业，审慎开展资本运作。

- **高温合金领域领军企业，预计公司 17 年-19 年 EPS 分别为 0.31 / 0.36/0.43 元，对应 PE 分别为 70/ 60/50X，给予“买入”评级。**
- **风险提示：**

市场竞争加剧、回款速度低于预期。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	710	681	753	861	1,033
(+/-%)	*15.1%*	*-4.0%*	*10.5%*	*14.3%*	*20.0%*
净利润(百万元)	124	96	131	153	182
(+/-%)	*12.8%*	*-22.8%*	*36.7%*	*16.7%*	*19.0%*
摊薄每股收益(元)	0.30	0.23	0.31	0.36	0.43
EBITMargin	20.0%	15.5%	18.1%	18.1%	18.1%
净资产收益率(ROE)	10.4%	7.4%	9.4%	10.2%	11.2%
市盈率(PE)	73.5	95.1	69.7	59.7	50.1
EV/EBITDA	52.9	65.3	50.7	45.4	39.5
市净率(PB)	7.6	7.0	6.57	6.10	5.62

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

业绩下滑将被扭转，高温合金有望迎来旺盛需求

● 公司业绩下滑，归母净利 0.96 亿，同比下降 22.79%

2016 年公司实现营业收入 6.81 亿元，同比下降 3.97%，实现归属于上市公司股东的净利润 9,596.79 万元，同比下降 22.79%。经营活动现金流量净额 1,215.70 万元，同比增加 202.45%。报告期末总资产为 17.9393 亿元，较期初增长 14.49%，加权平均净资产收益率为 7.67%，基本每股收益 0.2294 元。

公司的主要业务板块包括变形高温合金、铸造高温合金、粉末高温合金以及弥散强化合金等专业化高温合金。其中，变形高温合金营收增长 14.48%，受益于涡轮盘锻件产量创新高，生产涡轮盘及各类盘锻件大幅增加；铸造高温合金和新型高温合金材料及制品营收分别下降 20.6%和 10.7%。

公司主要从事航空航天材料中高温材料的研发、生产和销售，是国内航空航天用高温材料重要的生产基地，航空发动的主机厂商是公司主要客户。2016 年 8 月，我国组建中国航空发动机集团公司，其内部整合导致用户单位主体变更。对比公司 14 年、15 年收入利润情况（图 2-图 4），我们认为，公司业绩下滑出现在第三季度，第四季度已经恢复增长，客户主体变更带来的市场放量与回款困难叠加、存货增加的趋势在 2017 年有望得到扭转。

● “国发”“商发”带来新机遇，短暂影响后迎来行业发展大机遇

公司定位于中国“先进高温材料”技术的引领者与产业升级的推动者。铸造高温合金主要供应各航空、航天发动机、船用发动机和战车发动机等军品精铸件生产。民品高温合金母合金主要供应发动机厂、其它精密铸造厂生产民用航空发动机、燃气轮机。公司官网主页显示，军品母合金国内市场占有份额超过 40%。16 年，公司联合国内相关单位历时七年研制成功我国最新研制的一种某合金先进高温合金涡轮盘材料，填补了我国目前 700℃用高性能变形涡轮盘材料的空白；首次实现低密度、大尺寸、复杂结构的高尺寸精度单晶叶片在涡桨发动机中的应用；单晶叶片生产效率和成品率提高一倍……公司在高端高温合金领域取得了一系列的突破。

未来，航空航天舰船（空天海）发动机等军品市场将持续放量，带来高温合金市场的旺盛需求。16 年中国航空发动机集团公司成立充分体现了国家发展航空发动机的决心和意志。17 年国家将大力推动两机（航空发动机、燃气轮机）发展，即将首飞的 C919 大飞机及“商发”市场有望带来新增量。公司高温合金核心业务保持着行业领军地位，新兴业务保持着持续增长态势，面对放量的市场具有既有优势，有望充分享受国产涡扇发动机、涡桨发动机、航天发动机等需求大幅增长带来的发展机遇。

● 持续改善，提质增效，有望受益于央企改革推进

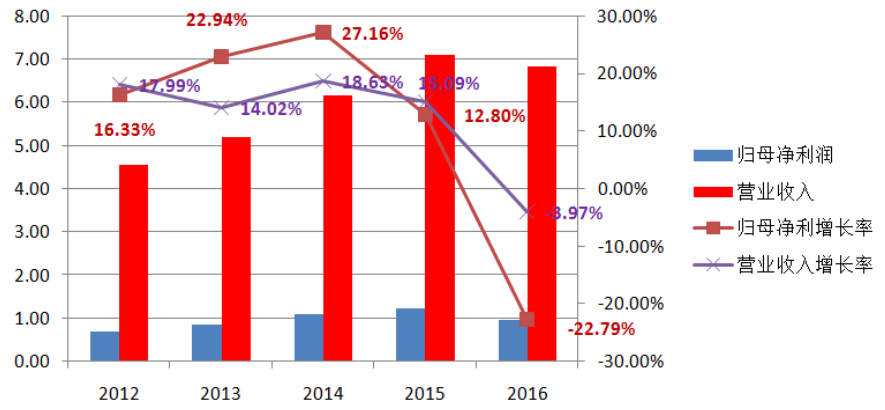
公司开展“提质增效，持续改善”活动，以提高盈利能力为目标，以成本控制为核心，2017 年公司有望实现营收与净资产收益率的双双提升。此外，公司也是央企混改的潜在受益标的，通过改革有望进一步提高企业效率和市场化活力。公司 17 年度发展规划管理重点中提出积极接触目标企业，审慎开展资本运作。

● 高温合金领域领军企业，预计公司 17 年-19 年 EPS 分别为 0.31 / 0.36/0.43 元，对应 PE 分别为 70/ 60/50X，给予“买入”评级。

● 风险提示：

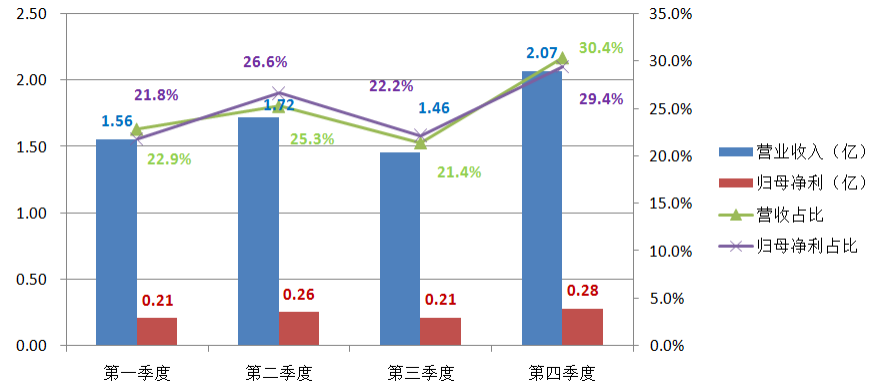
市场竞争加剧、回款速度低于预期。

图 1: 公司历年经营业绩 （亿）



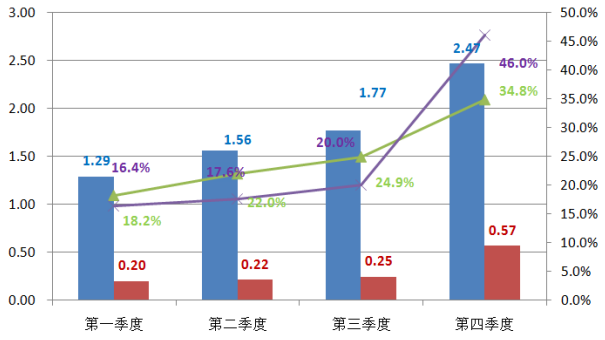
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司 2016 年季度经营业绩分布



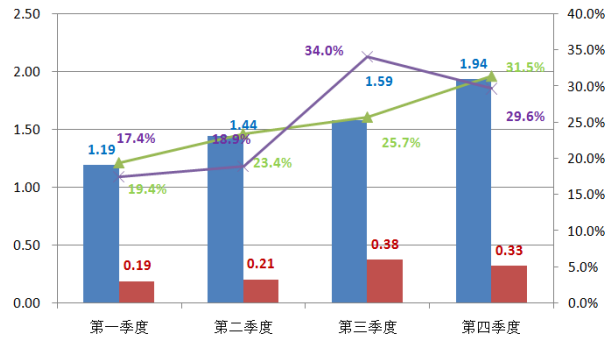
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司 2015 年季度经营业绩分布



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（图例与图 2 一致）

图 4: 公司 2014 年季度经营业绩分布



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（图例与图 2 一致）

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	175	261	290	285
应收款项	578	619	707	849
存货净额	384	397	457	555
其他流动资产	41	45	52	62
流动资产合计	**1178**	**1322**	**1506**	**1751**
固定资产	503	499	485	458
无形资产及其他	47	45	43	42
投资性房地产	65	65	65	65
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**1794**	**1931**	**2100**	**2316**
短期借款及交易性金融负债	11	20	20	20
应付款项	222	238	274	333
其他流动负债	50	54	62	75
流动负债合计	**284**	**312**	**356**	**428**
长期借款及应付债券	8	8	8	8
其他长期负债	102	122	142	162
长期负债合计	**110**	**130**	**150**	**170**
负债合计	**393**	**442**	**506**	**598**
少数股东权益	101	98	95	92
股东权益	1300	1392	1499	1626
负债和股东权益总计	**1794**	**1931**	**2100**	**2316**

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.23	0.31	0.36	0.43
每股红利	0.07	0.09	0.11	0.13
每股净资产	3.10	3.32	3.57	3.87
ROIC	7%	8%	9%	11%
ROE	7%	9%	10%	11%
毛利率	29%	30%	30%	30%
EBIT Margin	17%	18%	18%	18%
EBITDA Margin	22%	25%	25%	24%
收入增长	-4%	11%	14%	20%
净利润增长率	-23%	37%	17%	19%
资产负债率	28%	28%	29%	30%
息率	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
P/E	95.2	69.7	59.7	50.1
P/B	7.0	6.6	6.1	5.6
EV/EBITDA	63.5	50.7	45.4	39.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**681**	**753**	**861**	**1033**
营业成本	481	527	602	723
营业税金及附加	6	7	8	9
销售费用	5	6	7	8
管理费用	76	77	88	105
财务费用	1	(4)	(6)	(6)
投资收益	1	1	1	1
资产减值及公允价值变动	(7)	(3)	0	0
其他收入	(0)	0	0	0
营业利润	106	138	162	194
营业外净收支	(1)	5	5	5
利润总额	**105**	**143**	**167**	**199**
所得税费用	12	16	18	22
少数股东损益	(3)	(4)	(4)	(5)
归属于母公司净利润	**96**	**131**	**153**	**182**

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	**96**	**131**	**153**	**182**
资产减值准备	4	0	(0)	(0)
折旧摊销	37	53	56	59
公允价值变动损失	7	3	0	0
财务费用	1	(4)	(6)	(6)
营运资本变动	(111)	(19)	(91)	(158)
其它	(6)	(3)	(3)	(3)
经营活动现金流	**28**	**166**	**116**	**79**
资本开支	(21)	(50)	(40)	(30)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(21)**	**(50)**	**(40)**	**(30)**
权益性融资	41	0	0	0
负债净变化	8	0	0	0
支付股利、利息	(28)	(39)	(46)	(55)
其它融资现金流	17	9	0	0
融资活动现金流	**20**	**(30)**	**(46)**	**(55)**
现金净变动	**27**	**85**	**30**	**(5)**
货币资金的期初余额	148	175	261	290
货币资金的期末余额	175	261	290	285
企业自由现金流	7	105	64	37
权益自由现金流	32	118	69	43

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队			
华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王　玮 13726685252	吴　国 15800476582	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	梁　佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许　婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	夏　雪 18682071096
边祎维 13726685252	倪　婧 18616741177	黄明燕 18507558226	吴翰文 13726685252
王艺汀 13726685252	林　若 13726685252	刘紫微 13828854899	
陈雪庆 18150530525	张南威 13726685252	简　洁 13726685252	
杨云崧 18150530525	周　鑫 13726685252	欧子炜 18150530525	
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	张欣慰 13726685252		