



中航证券金融研究所

分析师: 李欣

证券执业证书号: S0640515070001

研究助理: 王茂森

证券执业证书号: S0640116050023

邮箱: wangms9@139.com

钢研高纳 (300034) 公司点评: 短期业绩承压, 长期前景向好

行业分类: 机械设备

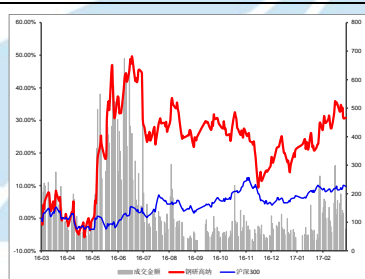
2017年3月24日

公司投资评级	持有
当前股价(17.03.24)	21.75

基础数据 (17.03.24)

上证指数	3269.45
总股本(亿)	4.20
流通A股(亿)	4.19
流通A股市值(亿)	91.13
每股净资产(元)	3.10
PE	94.6
PB	7.02

近一年公司与上证指数走势对比图



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

➤ **事件:** 公司 2016 年年报: 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净利润 9596.79 万元, 同比下降 22.79%, 基本每股收益 0.23 元/股, 同比下降 23.33%。

➤ 投资要点

● **营收和净利润同比小幅下滑。** 2016 年, 由于原有竞争者利用系统内资源优势进入公司客户, 新竞争者不断涌现, 市场竞争日趋激烈, 导致公司的部分市场份额被蚕食, 营收同比小幅下滑了 3.97%。同时, 下游客户强推双流水和批产定期降价策略, 公司的议价能力受到削弱, 产品的价格和毛利率都出现一定程度的下降。2016 年销售毛利率 29.39%, 同比下降了 2.47 个百分点。虽然, 原材料价格在去年有所下降, 但仍然无法抵消产品价格和市场份额双重下降带来的负面影响, 2016 年净利润同比下降了 22.79%, 超过了营收下滑的幅度, ROE 也下降了 2.97 个百分点变为 7.38%。2017 年, 公司仍将面临严峻的竞争局面, 营收和净利润仍将受到一定的挤压, 短期内将对公司业绩造成负面冲击。

● **短期回款难度加大, 应收账款和存货周转率下降。** 航空发动机制造厂商是公司的主要客户之一, 2016 年中国航发集团从中航工业独立出来, 新集团的内部整合导致用户单位主体变更, 整体付款进度受到严重影响, 回款难度骤然提升。2016 年公司应收账款达到 2.63 亿, 同比增加 39.54%, 应收账款周转率下降 1.18 变为 3.02。回款困难加上投资近 5000 万元进行生产线扩充, 进一步导致存货出现明显提升, 2016 年末存货达到 3.84 亿, 同比增加 44.46%, 存货周转率下降 0.54 变为 1.48%, 公司的营运能力受到了不小的挑战。但是公司保持着较为充足的现金流, 相比 15 年增加了 0.17 亿; 资产负债率仅为 21.93%, 基本与 13/14 年持平, 应收账款和存货的增加对公司的持续良性经营影响较小。未来, 随着航发集团内部整合结束, 组织架构变得清晰, 公司的回款力度将恢复正常水平。

● **受益航空航天发动机国产化制造, 高端合金材料需求持续提升。** 公司的高温合金产品是航空航天发动机热端部件的关键材料, 在先进的航空发动机中, 高温合金用量占发动机总重量的 40%-60% 以上。“十三五”期间, 国家对航空航天的投入持续加大, “两机”专项全面启动, 对高温合金的需求大幅提升。目前, 国际市场上每年消费高温合金材料近 30 万吨, 国内每年需求在 2 万吨以上, 但产量仅为 1 万吨左右, 存在较大的需求缺口。在航空航天、发电领域, 高温合金需求量在 3000 余吨, 且每年呈 15% 以上的速度增长。目前, 公司拥有年产超千吨航空航天用高温合金母合金的能力以及航天发动机用精铸件的能力, 随着下游需求的逐步增长, 公司的市场竞争力和议价能力或将得到改善, 公司未来 5 年有望保持持续稳定增长。

● **部分领域实现突破, 为公司渡过难关提供安全边际。** 1) 变形高温合金产品突破放量, 市场占有率稳步提高, 营收达到 3.41 亿, 同比增长 14.48%。2) 轻质合金产品实现技术攻关, 营收大幅增长。3) ODS 产品独家供货, 收入倍增。4) 在核电领域实现小规模稳定供货。在铸造高温合金和新型高温合金业务受市场竞争、下游降价等因素影响下滑情况下, 优势业务将为公司维持稳定增长提供保障。

● **风险提示:** 市场竞争加剧, 下游客户持续压价, 航空航天发动机国产化不达预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	709.62	681.43	742.82	857.93	1004.94
增长率(%)	15.09%	-3.97%	9.01%	15.50%	17.13%
归属母公司股东净利润(百万)	124.29	95.97	121.92	144.06	172.60
增长率(%)	12.80%	-22.79%	27.04%	18.17%	19.81%
每股收益(元)	0.30	0.23	0.29	0.34	0.41
PE	73.45	95.13	74.88	63.37	52.89

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

股市有风险 入市须谨慎

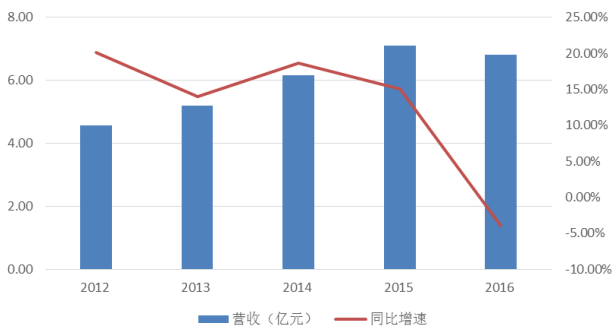
请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

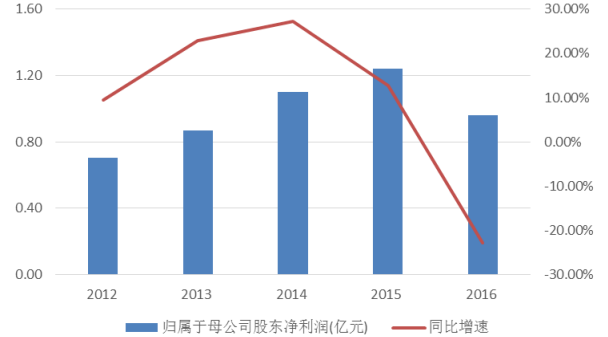
公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83692635

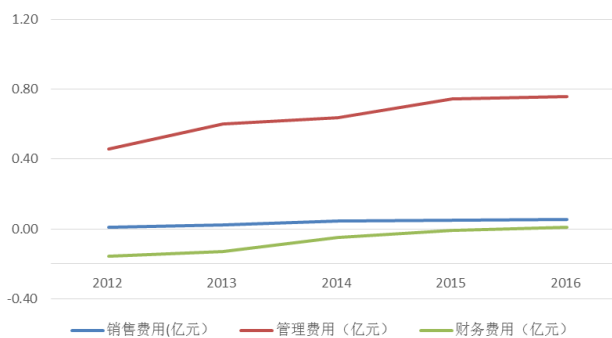
传真: 0755-83688539

◆ 公司主要财务数据
图 1: 公司营业收入及增速


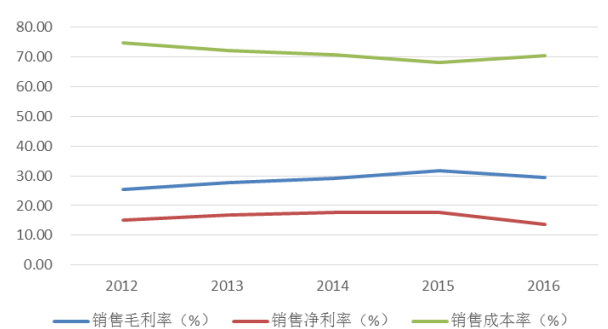
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司净利润及增速


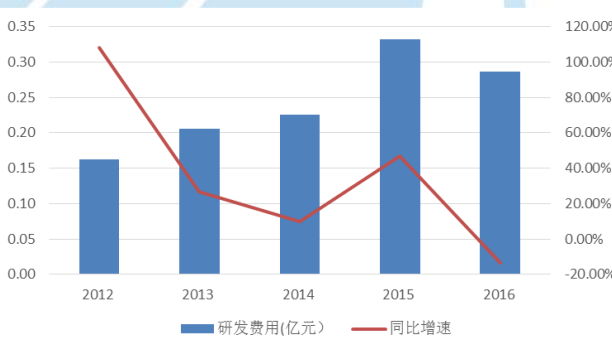
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司营业成本: 三费


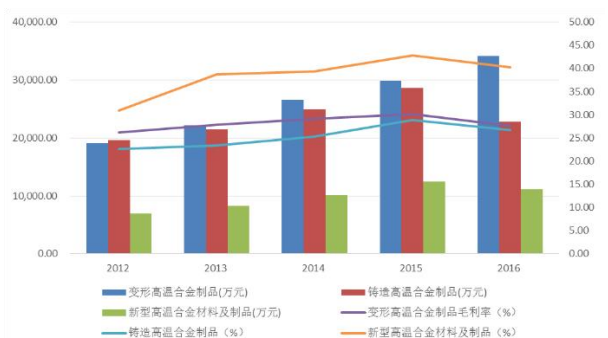
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司毛利率与净利率


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 5: 公司研发费用


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 6: 公司主营业务


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

李欣, SAC 执业证书号: S0640515070001, 分析师, 从事军工行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。