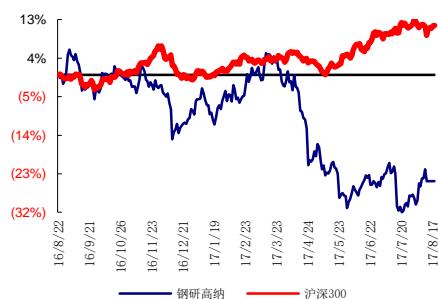


国防军工 航天装备 II

## 短期业绩承压，高温合金龙头地位长期不改

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	422/421
总市值/流通(百万元)	6,770/6,753
12个月最高/最低(元)	22.78/14.48

### 相关研究报告:

证券分析师: 刘倩倩

电话: 010-88321947

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190514090001

证券分析师: 马捷

电话: 010-88695137

E-MAIL: majie@tpyzq.com

**事件:** 公司近日发布 2017 年中报, 实现营业收入 3.39 亿元, 同比增长 3.41%; 实现归属母公司净利润 0.38 亿元, 同比减少 17.18%。

**短期业绩承压, 下半年料将好转。** 2016 年, 公司所处市场竞争加剧, 用户强制推行双流水和批产定期降价策略, 导致钢研高纳市场份额被蚕食, 加之原材料成本的下降共同导致产品价格下降。2017 年上半年, 原材料价格大涨, 而公司未及时根据成本加成上调价格, 导致业绩继续承压。上半年公司综合毛利率同比下降 6.95 个百分点到 24.91%, 其中铸造高温合金、变形高温合金和新型高温合金的毛利率分别降低 6.87、6.84、6.50 个百分点至 26.7%、27.7%和 40.2%。我们推测随着公司根据原材料加成进行调价, 下半年毛利率情况将好于上半年, 业绩将好转。

**高温合金领军企业, 发展空间广阔。** 公司是高温合金领军企业之一, 拥有年生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, 在变形高温合金盘锻件和汽轮机叶片防护片等方面具有先进的生产技术, 具有制造先进航空发动机亟需的粉末高温合金和 ODS 合金的生产技术和能力。公司主要面向的市场为航空航天、发电领域使用的高端和新型高温合金, 该领域市场的高温合金需求量在 3000 余吨, 且每年呈 15%以上的速度增长。公司未来发展空间广阔, 值得期待。

**受益“两机专项”, 未来业绩有望稳定增长。** “十三五”期间我国将全面启动“两机专项”, 突破“两机”关键技术, 推动大型客机发动机、先进直升机发动机、重型燃气轮机等产品研制。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, 占价值量的 17%左右。公司高温合金产品 60%以上面向航空航天领域客户, 将极大受益于“两机专项”和航空航天大发展, 预计未来业绩有望维持稳定增长。

**盈利预测和投资建议。** 我们认为公司作为高温合金领军企业, 市场空间广阔, 且受益于政策利好。预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.31 元、0.37 元、0.45 元, 对应 PE 为 52 倍、44 倍、36 倍, 给予“增持”评级。

**风险提示。** 市场竞争加剧, “两机专项”发展不达预期。

### ■ 主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	681.4	790.3	953.7	1185.6
净利润(百万元)	93.4	128.9	153.9	188.2
摊薄每股收益(元)	0.23	0.31	0.37	0.45

资料来源: Wind, 太平洋证券

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	53.9	66.9	506.5	141.4	528.7	营业收入	709.6	681.4	790.3	953.7	1185.6
应收和预付款项	412.5	513.0	605.0	471.8	827.6	营业成本	483.6	481.2	552.0	666.1	828.1
存货	265.7	383.9	162.3	496.8	322.6	营业税金及附加	4.2	6.3	7.3	8.8	11.0
其他流动资产	6.5	13.4	13.9	13.9	13.9	销售费用	4.8	5.2	6.1	7.3	9.1
流动资产合计	738.7	977.2	1287.7	1123.8	1692.7	管理费用	74.6	76.0	88.1	106.3	132.2
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	财务费用	-1.1	0.8	-5.7	-6.8	-7.1
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	3.0	6.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	514.9	503.3	440.6	377.8	315.1	投资收益	0.3	0.9	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产开发支出	65.8	47.2	41.8	36.4	31.1	营业利润	140.8	106.2	142.5	171.9	212.3
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	其他非经营损益	2.5	-1.2	9.1	9.1	9.1
其他非流动资产	41.9	61.5	60.3	59.1	59.1	利润总额	143.3	105.0	151.7	181.1	221.5
资产总计	1468.6	1681.7	1697.1	1953.0	2058.2	所得税	17.3	11.6	22.7	27.2	33.2
短期借款	10.0	14.0	11.0	0.0	0.0	净利润	126.0	93.4	128.9	153.9	188.2
应付和预收款项	151.1	256.9	197.0	349.8	328.9	少数股东损益	1.8	-2.6	-0.8	-1.0	-1.2
长期借款	0.0	8.2	8.2	8.2	8.2	归母股东净利润	124.3	96.0	129.7	154.9	189.4
其他负债	8.8	5.1	5.1	5.1	5.1						
负债合计	173.9	281.2	210.4	363.1	342.2						
股本	320.4	419.7	419.7	419.7	419.7	<b>预测指标</b>					
资本公积	402.1	331.7	331.7	331.7	331.7	毛利率	31.9%	29.4%	30.2%	30.2%	30.2%
留存收益	478.0	548.3	635.5	739.5	866.8	销售净利率	17.8%	13.7%	16.3%	16.1%	15.9%
归母公司股东权益	1200.4	1299.7	1386.9	1491.0	1618.2	销售收入增长率	15.1%	-4.0%	16.0%	20.7%	24.3%
少数股东权益	33.8	94.2	100.7	99.9	98.9	EBIT 增长率	15.9%	-25.8%	38.5%	19.4%	23.0%
股东权益合计	1294.7	1400.4	1486.8	1589.9	1716.0	净利润增长率	15.0%	-25.9%	38.0%	19.4%	22.3%
负债和股东权益	1468.6	1681.7	1697.1	1953.0	2058.2	ROE	10.4%	7.4%	9.4%	10.4%	11.7%
						ROA	9.7%	6.3%	8.6%	8.9%	10.4%
						ROIC	12.1%	7.6%	8.6%	14.3%	12.0%
						EPS(X)	0.29	0.23	0.31	0.37	0.45
						PE(X)	54.5	70.5	52.2	43.7	35.7
						PB(X)	5.60	5.20	4.90	4.50	4.20
						PS(X)	9.50	9.90	8.60	7.10	5.70
						EV/EBITDA(X)	29.2	46.6	29.4	27.5	22.3

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。