

钢研高纳(300034)/航天装备
期待产业链协同效应释放
评级: 增持(维持)

市场价格: 11.12 元

分析师: 葛慧

执业证书编号: S0740510120023

电话: 021-20315133

Email: duhui@r.qizq.com.cn

分析师: 赖福洋

执业证书编号: S0740517080002

电话: 021-20315128

联系人: 邓轲

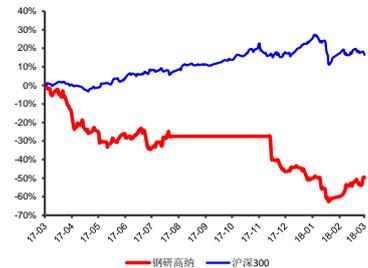
电话: 021-20315223

联系人: 曹云

电话: 021-20315766

基本状况

总股本(百万股)	422.24
流通股本(百万股)	421.08
市价(元)	11.12
市值(百万元)	4691.63
流通市值(百万元)	4682.41

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 业绩仍处于收窄通道之中
- 2 静待高温合金需求释放
- 3 三季度盈利小幅收窄

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	681	675	698	755	850
增长率 yoy%	-3.97%	-0.96%	3.39%	8.17%	12.56%
净利润	96	58	64	77	93
增长率 yoy%	-22.79%	-39.36%	10.37%	19.30%	21.52%
每股收益(元)	0.23	0.14	0.15	0.18	0.22
每股现金流量	0.03	0.10	0.04	0.23	-0.19
净资产收益率	7.38%	4.30%	4.35%	4.99%	5.23%
P/E	48.93	80.69	73.11	61.28	50.43
PEG	-4.21	4.76	-2.97	-5.27	2.97
P/B	3.61	3.47	3.18	3.06	2.64

备注:

投资要点

- 业绩概要:** 公司公布 2017 年度业绩报告, 报告期内公司实现营业收入 6.75 亿元, 同比下降-0.96%; 实现扣非后归属于母公司股东净利润 0.49 亿元, 同比下降 47.46%, 折合 EPS 为 0.14 元, 2016 年同期为 0.23 元, 其中 2017 年 1-4 季度 EPS 分别为 0.05 元、0.05 元、0.01 元、0.04 元。与此同时, 公司公布 2018 年一季度业绩预告, 预计报告期内实现盈利 0.17 亿元-0.21 亿元, 与 2017 年同期增加-11.83%-8.92%;
- 整体盈利能力表现仍较疲弱:** 公司业绩降幅较大主要有以下两大原因, 一方面, 报告期内公司产品销量 5218 万吨, 环比 2016 年下降高达 44.26%, 子公司钢研海德 2017 年产销量大幅下降拖累公司业绩改善; 另一方面, 公司深耕高温合金细分市场领域多年, 为进一步开拓新品业务, 报告期内新品试制费用增加导致其毛利率普遍下降, 三大产品铸造高温合金、变形高温合金及新型高温合金毛利率分别为 25.08%、16.12%以及 26.57%, 同比分别下滑 1.63%、11.53%与 13.65%;
- 收购新力通, 打造产业链协同效应:** 2017 年 11 月公司发布公告, 拟以发行股份及支付现金的方式收购新力通 65% 股权。新力通在石化、冶金、玻璃建材高温炉管行业有着深厚的技术积累, 其高温炉管材料的研发处于先进水平。而公司作为国内高端和新型高温合金制品生产规模最大的企业之一, 与新力通在技术方面各有优势, 通过此次收购将强化双方客户网络和国际技术资源的整合能力, 有助于公司高温合金核心业务的市场容量扩张, 不仅将提升公司的盈利水平, 还将为公司的长期成长提供强劲发展动力;
- 细分市场的技术持续进步:** 公司作为高温合金产品的龙头企业, 是国内航空航天用高温合金重要生产基地。铸造高温合金作为公司的拳头产品, 经过多年的研发生产, 截至报告期改单晶叶片成品率得以大幅提高, 目前总体合格率达到 70% 以上, 3 吨大型真空感应炉通过用户生产认证许可, 正式投入军品供货生产。而变形高温合金领域, GH720 合金涡轮盘获得独家供货, 各类盘锻件市场占有率逐步扩大。金属间化合物 TiAl 新型高温合金基本完成了产业化, 实现了大批量供货, 未来有望成为公司新的增长点;
- 投资建议:** 未来在“中国制造 2025”等一系列产业优惠政策扶持下, 以高温合金为代表的航空航天新材料市场空间将有望获得持续突破。公司作为我国高温合金领域技术水平最为先进、生产种类最为齐全的企业之一, 细分市场龙头地位叠加行业极高的进入壁垒, 行业需求爆发将驱动公司业绩驶入快速增长轨道。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.15 元、0.18 元以及 0.22 元, 维持“增持”评级;
- 风险提示:** 产品质量交付问题; 新品研发低于预期; 定向增发项目被否。

图表 1: 三张报表预测
损益表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	681	675	698	755	850
增长率	-4.0%	-1.0%	3.4%	8.2%	12.6%
营业成本	-481	-534	-561	-588	-656
% 销售收入	70.6%	79.1%	80.3%	77.9%	77.2%
毛利	200	141	137	167	194
% 销售收入	29.4%	20.9%	19.7%	22.1%	22.8%
营业税金及附加	-6	-7	-4	-4	-4
% 销售收入	0.9%	1.1%	0.6%	0.5%	0.5%
营业费用	-5	-6	-7	-28	-31
% 销售收入	0.8%	0.9%	0.9%	3.7%	3.7%
管理费用	-76	-67	-70	-64	-72
% 销售收入	11.2%	9.9%	10.0%	8.5%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	113	60	57	71	86
% 销售收入	16.5%	9.0%	8.1%	9.4%	10.1%
财务费用	-1	0	1	0	0
% 销售收入	0.1%	0.0%	-0.2%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	7	20	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	0	0
% 税前利润	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%
营业利润	120	81	62	76	90
营业利润率	17.6%	12.0%	8.9%	10.0%	10.6%
营业外收支	-1	1	4	2	3
税前利润	118	82	67	78	93
利润率	17.4%	12.1%	9.6%	10.3%	11.0%
所得税	-12	-4	-5	-6	-7
所得税率	9.8%	5.2%	7.0%	7.2%	7.3%
净利润	93	49	54	64	78
少数股东损益	-3	-9	-10	-12	-15
归属于母公司的净利润	96	58	64	77	93
净利率	14.1%	8.6%	9.2%	10.2%	11.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	93	49	54	64	78
加: 折旧和摊销	40	39	42	45	47
资产减值准备	7	20	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	1	1	-1	0	0
投资收益	-1	-1	0	0	0
少数股东损益	-3	-9	-10	-12	-15
营运资金的变动	-139	-12	-75	-13	-205
经营活动现金净流	12	43	19	95	-80
固定资本投资	12	23	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-47	-24	-72	-72	-62
股利分配	-25	-25	0	-18	-21
其他	78	32	60	12	191
筹资活动现金净流	53	7	60	-6	171
现金净流量	18	25	7	18	29

资产负债表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	175	209	216	233	263
应收款项	578	612	618	713	785
存货	384	432	425	474	529
其他流动资产	41	34	43	37	49
流动资产	1,178	1,287	1,302	1,457	1,626
% 总资产	65.7%	67.8%	67.0%	68.6%	70.5%
长期投资	15	31	31	31	31
固定资产	482	455	446	434	420
% 总资产	26.9%	24.0%	22.9%	20.4%	18.2%
无形资产	47	60	70	79	88
非流动资产	616	612	641	667	681
% 总资产	34.3%	32.2%	33.0%	31.4%	29.5%
资产总计	1,794	1,899	1,942	2,123	2,306
短期借款	11	22	21	38	59
应付款项	257	308	238	361	295
其他流动负债	16	15	15	15	15
流动负债	284	345	275	415	369
长期贷款	8	6	6	1	1
其他长期负债	102	125	125	125	125
负债	393	477	406	541	495
普通股股东权益	1,300	1,353	1,478	1,537	1,780
少数股东权益	101	68	58	46	31
负债股东权益合计	1,794	1,899	1,942	2,123	2,306

比率分析

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益(元)	0.23	0.14	0.15	0.18	0.22
每股净资产(元)	3.08	3.21	3.50	3.64	4.22
每股经营现金净流(元)	0.03	0.10	0.04	0.23	-0.19
每股股利(元)	0.06	0.06	0.00	0.04	0.05
回报率					
净资产收益率	7.38%	4.30%	4.35%	4.99%	5.23%
总资产收益率	5.21%	2.58%	2.78%	3.04%	3.40%
投入资本收益率	8.54%	4.09%	4.11%	4.79%	5.65%
增长率					
营业总收入增长率	-3.97%	-0.96%	3.39%	8.17%	12.56%
EBIT 增长率	-23.42%	-61.72%	29.51%	27.03%	21.81%
净利润增长率	-22.79%	-39.36%	10.37%	19.30%	21.52%
总资产增长率	14.49%	5.84%	2.29%	9.33%	8.62%
资产管理能力					
应收账款周转天数	122.9	142.3	142.3	142.3	142.3
存货周转天数	171.6	217.5	221.0	214.3	212.4
应付账款周转天数	47.4	71.9	59.6	65.8	62.7
固定资产周转天数	251.4	250.0	232.4	209.7	180.8
偿债能力					
净负债/股东权益	-13.53%	-13.16%	-13.41%	-14.12%	-12.98%
EBIT 利息保障倍数	140.2	-2,709.7	-40.7	-163.9	-340.3
资产负债率	21.93%	25.12%	20.91%	25.46%	21.46%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。