

治理结构优化+业绩拐点已至， 中长期投资价值凸显

核心观点：

1. 事件

近期，公司发布半年报，营收 3.45 亿元，同比增长 1.78%，归母净利润 0.46 亿元，同比增长 20.41%，扣非净利 0.43 亿，同比增长 29.93%，EPS 为 0.11 元。

2. 我们的分析与判断

（一）增收更增利，产品结构优化添助力

2018 年上半年，公司实现收入 3.45 亿元，同比增长 1.78%，增速整体平稳，而扣非净利 0.43 亿元，同比增长 29.93%，增速超市场预期。从产品结构和增长贡献来看，公司高毛利的铸造高温合金制品和新型高温合金材料及制品分别增长 28.4% 和 25.0%，低毛利的变形高温合金制品则下滑 18.8%，公司综合毛利率增加约 3 个百分点，盈利能力得到明显提升。

（二）优化公司治理，迸发发展活力

70 后董事长和总经理分别于年初和 6 月份上任，随后进行了一系列公司制度改革。其中有三个亮点，一是成立科学技术委员会，有效解决自立科研项目长期缺乏管控的问题；二是建立强激励、硬约束的业绩考核和薪酬激励机制，激励弹性明显增强，员工积极性有望充分调动；三是市场开拓明确高层责任，公司高管牵头做重点市场拓展，改变过去权利、责任都下放到事业部的做法。我们认为，随着新的体制机制逐步到位，公司治理结构将持续优化，未来有望迸发更大的发展潜力，助力公司持续较快发展。

（三）高温合金龙头，“内生+外延”双轮驱动促发展

公司目前是国内生产规模最大的高端和新型高温合金制品企业之一，主要面向航空航天、发电市场。该领域市场容量约 3000 吨，年复合增速约 15%。近年来，国内航空航天市场逐步放量，公司主业有望迎来 30% 左右的较快增长。

公司拟 13.94 元/股发行 2671 万股份及支付现金的方式购买青岛新力通 65% 的股权，同时配套融资 1.2 亿。2018 年和 2019 年标的公司业绩承诺净利润不少于 7000 万元和 9000 万元。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，此次收购不仅实现了军民市场的互补，提升了公司综合盈利能力水平，业务的协同开展也为公司未来发展提供了新的动力。

3. 投资建议

预计公司 2018 年至 2020 年归母净利润分别为 0.92 亿、1.78 亿和 2.65 亿，EPS 为 0.22 元、0.39 元和 0.57 元，当前股价对应 PE 为 46x、26x 和 18x。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：军品业务订单不及预期的风险

钢研高纳（300034.SZ）

推荐 首次评级

分析师

李良

☎：010-66568330

✉：liliang_yj@chinastock.com.cn

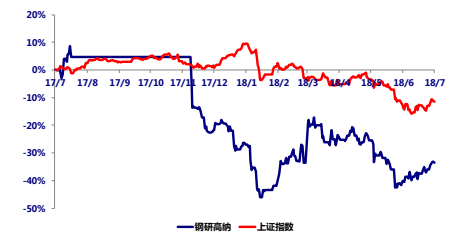
执业证书编号：S0130515090001。

市场数据

2018/7/27

A 股收盘价(元)	10.11
A 股一年内最高价(元)	16.64
A 股一年内最低价(元)	8.04
上证指数	2873.59
市盈率(2018)	45.95
总股本(万股)	42223.62
实际流通 A 股(万股)	42099.87
限售的流通 A 股(万股)	123.74
流通 A 股市值(亿元)	42.56

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李良，军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：航发动力（600893.SH）、中国卫星（600118.SH）、中航电子（600372.SH）、中航重机（600765.SH）、中航飞机（000768.SZ）、中航机电（002013.SZ）、航天电子（600879.SH）、航天科技（000901.SZ）、中航光电（002179.SZ）、光电股份（600184.SH）、国睿科技（600562.SH）、航天通信（600677.SH）、中国重工（601989.SH）、中国动力（600482.SH）、成飞集成（002190.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：	詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：	尚薇	010-83574522	shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：	王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：	舒英婷	010-66561317	shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：	何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn