

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）中报点评： 竞争加剧导致业绩下滑 “两机”国产化打开成长空间

行业分类：有色金属

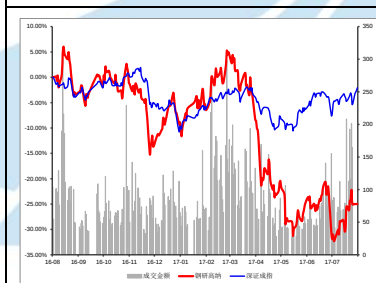
2017年8月18日

%公司投资评级	持有
当前股价(17.08.18)	16.05

基础数据（17.08.18）

上证指数	3268.72
总股本（亿）	4.22
流通A股（亿）	4.21
流通A股市值（亿）	67.53
每股净资产（元）	3.15
PE	76.9
PB	5.10

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2017年半年报：公司实现营业收入3.39亿元，同比上升3.41%；实现归属于上市公司股东净利润0.38亿元，同比下降17.18%，基本每股收益0.09元/股，同比下降17.72%。

投资要点

- **行业竞争加剧，业绩出现一定下滑。**报告期内，公司营收小幅增长3.41%，但归属于上市公司股东的净利润同比下滑17.18%，业绩不达市场预期。主要有两方面原因：1）2017年上半年由于航发从中航独立出来，打破了原有旧秩序，但是新秩序尚未建立，外加科研院所改制等导致航空航天市场短期内出现了较多不确定性，影响了公司航空航天用高端高温合金的销售情况。2）在“两机”专项刺激下，市场的参与者增多，竞争日趋激烈，导致产品的毛利率大幅下滑，上半年公司毛利率同比下降了7.09个百分点。公司在三费方面控制较为出色，报告期内占比最大的管理费用同比减少14.79%，财务费用同比减少了222.10%，销售费用虽然增长了30.31%，但绝对值仅增加了约70万。公司的现金流情况有所恶化，由于回款难度加大，公司应收账款周转率从1.26下降为1.05，经营活动现金流量净额-0.48亿，同比下降177.40%，现金及现金等价物净减少0.59亿，同比下降230.81%。
- **多个项目取得关键技术突破，保持行业内技术优势。**铸造高温合金领域，公司在DD407、DD416单晶叶片工程化关键技术上取得重大突破，生产效率和成品率提高一倍，总体良品率达到70%以上。单晶叶片是航空发动机的核心部件，如果公司能够解决工程化问题，实现批量化生产和供应，该业务有望成为公司新的业绩增长点，显著提高公司盈利能力。在轻质合金领域，子公司河北德凯取得多种超高难度铝合金、镁合金铸件的技术突破，实现营收稳步增长，上半年贡献收入2080.28万，净利润520.47万。此外，公司在超纯净高温合金冶炼技术、高温合金真空水平连铸工艺以及司太立板材成型技术方面均取得重大突破，生产能力和效率大幅提高，巩固了公司在行业中的领导地位。
- **受益于“两机”专项，静待市场放量。**在航空航天发动机高温合金领域，公司深耕多年，形成了产研一体化格局，参与了众多型号发动机核心部件的研制和供货。截至目前，公司参与了包括长征五、六、七号火箭采用的液氧煤油发动机高温合金热端核心关键材料的研制，还承担了某重型运载火箭用xx吨级液氧/煤油火箭发动机前期研制以及某新型涡桨发动机多种核心关键件的研制。通过长期的积累，公司已经与下游厂商和院所积累了良好的合作关系。随着“两机”专项的实施，航空发动机和燃气轮机有望逐步实现国产化。一旦两机在技术上取得突破性进展，逐步实现规模化生产，将大幅带动对高温合金的需求。公司拥有年产超千吨航空航天用高温合金母合金以及航天发动机用精铸件的能力。在变形高温合金盘锻件、燃气轮机叶片防护片、先进航空发动机亟需的粉末高温合金等领域，公司具备国内领先的技术实力，有望成为“两机”专项的直接受益者。长远来看，航空航天用高端高温合金的市场空间非常大，公司目前占据了先发的技术和市场优势，卡位优势明显，未来的成长前景较为明朗。

● **风险提示：**碳纤维达产不及预期，市场竞争加剧，宏观经济环境下行风险。

	2015A	2016A	2017B	2018E	2019E
营业收入（百万）	709.62	681.43	717.95	830.53	1000.37
增长率（%）	15.09%	-3.97%	5.36%	15.68%	20.45%
归属母公司股东净利润（百万）	124.29	95.97	82.99	102.44	130.23
增长率（%）	12.80%	-22.79%	-13.52%	23.43%	27.13%
每股收益（元）	0.295	0.228	0.197	0.243	0.309
PE	54.47	70.54	81.57	66.09	51.98

资料来源：wind，中航证券金融研究所

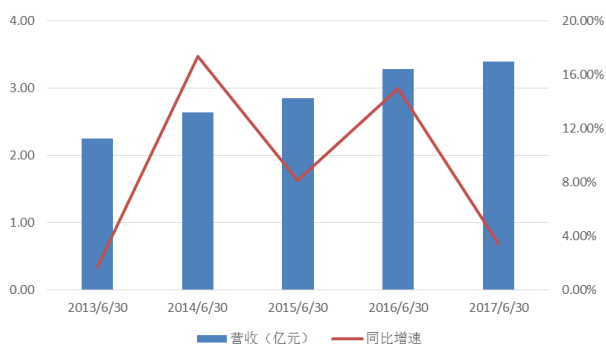
股市有风险 入市须谨慎

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

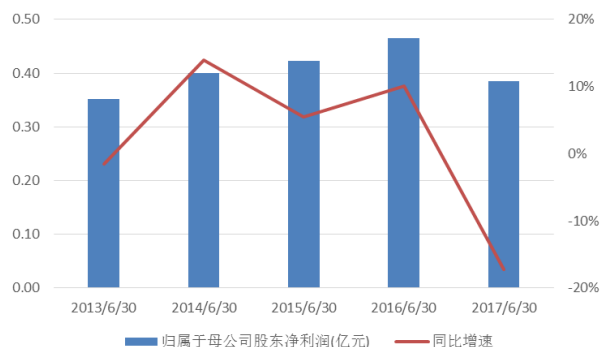
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司营业收入及增速



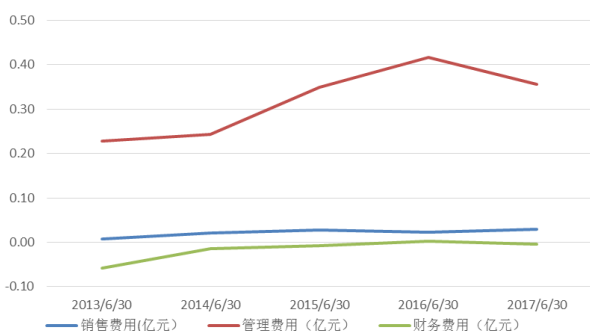
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司净利润及增速



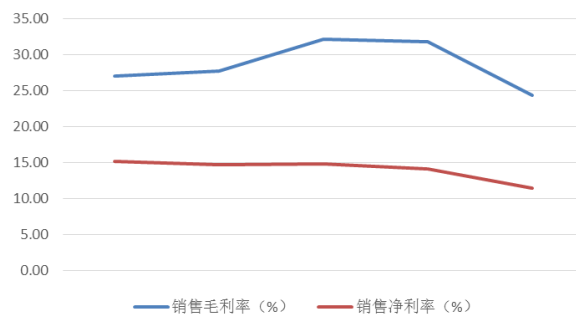
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司三费



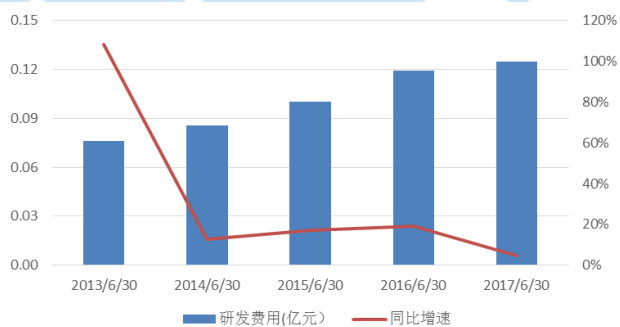
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司毛利率与净利率



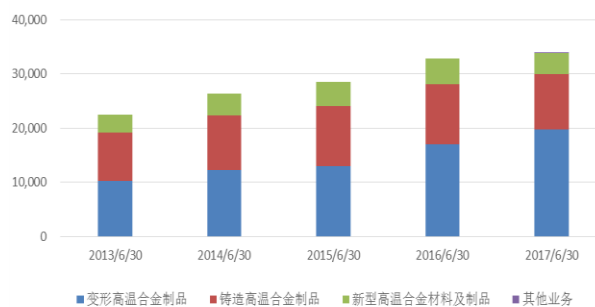
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

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 (单位: 万)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

报表预测						
利润表						
	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5208.09	7459.38	9232.75	11885.12	14853.06	18337.05
减: 营业成本	3171.71	4674.04	5498.09	6952.79	8689.04	10763.85
营业税金及附加	21.96	36.90	82.21	77.25	96.54	119.19
营业费用	98.52	163.77	240.03	261.47	297.06	330.07
管理费用	399.83	570.28	775.92	831.96	1039.71	1283.59
财务费用	262.65	305.29	229.81	277.70	280.71	346.46
资产减值损失	78.91	71.43	164.49	70.00	73.50	77.18
加: 投资收益	0.00	-1.84	25.28	15.00	20.00	25.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1174.52	1635.83	2267.48	3428.94	4396.49	5441.71
加: 其他非经营损益	12.88	10.56	34.82	24.50	26.70	27.00
利润总额	1187.40	1646.39	2302.30	3453.44	4423.19	5468.71
减: 所得税	187.18	241.47	337.26	859.61	1100.80	1360.93
净利润	1000.22	1404.92	1965.04	2593.83	3322.39	4107.78
减: 少数股东损益	-2.56	-4.53	2.14	3.89	4.98	6.16
归属母公司股东净利润	1002.78	1409.46	1962.91	2589.94	3317.41	4101.62
资产负债表						
	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	4062.17	9810.08	14960.51	38790.84	21242.88	50865.96
应收和预付款项	1983.99	3450.54	5758.69	5410.17	8547.76	8689.61
存货	494.99	526.98	601.29	1034.31	1009.74	1522.40
其他流动资产	180.09	23.17	26.55	26.55	26.55	26.55
长期股权投资	0.00	33.13	22.48	22.48	22.48	22.48
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3663.84	3669.08	3501.85	3024.93	2544.51	2060.41
无形资产和开发支出	260.75	428.39	568.29	504.30	440.31	376.32
其他非流动资产	79.98	125.86	514.15	513.06	511.98	511.98
资产总计	10725.81	18067.22	25953.80	49326.64	34346.19	64075.70
短期借款	1799.18	3356.30	4817.94	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	899.38	1257.75	1221.58	2039.61	2020.72	2993.79
长期借款	2436.46	1702.54	887.12	25887.12	7887.12	32887.12
其他负债	764.15	2535.95	3424.71	3424.71	3424.71	3424.71
负债合计	5899.17	8852.54	10351.36	31351.44	13332.55	39305.62
股本	952.39	1608.74	3528.78	3528.78	3528.78	3528.78
资本公积	1621.83	4055.50	6705.58	6705.58	6705.58	6705.58
留存收益	2220.07	3514.49	5347.07	7730.94	10784.40	14559.68
归属母公司股东权益	4794.29	9178.73	15581.44	17965.31	21018.77	24794.04
少数股东权益	32.35	35.95	21.00	24.90	29.88	36.04
股东权益合计	4826.64	9214.67	15602.44	17990.20	21048.65	24830.08
负债和股东权益合计	10725.81	18067.22	25953.80	49341.64	34381.19	64135.70
现金流量表						
	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	460.04	882.72	-103.95	4130.29	993.29	5292.25
投资性现金净流量	-322.93	-318.46	-573.40	18.38	20.03	20.25
筹资性现金净流量	1071.42	5089.20	5707.64	19681.67	-18561.27	24310.58
现金流量净额	1211.80	5691.11	5053.33	23830.33	-17547.96	29623.08

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只用，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。