

业绩高增长符合预期， 高温合金龙头再创辉煌

核心观点：

1. 事件

公司发布三季报，前三季度实现收入 10.33 亿，同比增长 94.28%，实现归母净利为 1.27 亿，同比增长 88.24%，扣非归母净利 1.19 亿，同比增长 91.13%。

2. 我们的分析与判断

(一) 军民品业务齐发力，公司前三季度业绩靓丽

公司前三季度收入和归母净利润分别同比增长 94.28% 和 88.24%，基本符合我们的预期。经测算，我们预计去年 11 月份完成并表的新力通今年前三季度贡献净利约 4500 万，利润占比约 35.2%。预计子公司钢研德凯并表净利润约 1500 万，利润增速大幅提升，占比约 11.8%。除此之外，受益于发动机双流水和市场份额提升，公司高温合金主业的较快增长也是前三季度业绩高速增长的重要原因。

(二) 配套融资引入航发资产，发展协同意义较大

2019 年 9 月，公司以 14.73 元/股的价格向中国航发资产管理公司和林香英增发约 815 万股，募资 1.2 亿元。航发资产作为航发集团的资产管理和资本运营平台，投资导向符合行业战略方向，标杆意义明显。而航发集团是公司最大的下游客户之一，此次配融引入战略投资者航发资产有助于公司未来业务的协同发展，意义较大。

(三) 多领域研发+扩张并举，公司发展迎新局面

为布局先进材料和工艺、破除轻质合金精密铸造产能瓶颈以及提升母公司批产能力，公司近期拟投建钢研青岛创新研究院、铝镁钛轻质合金精铸件和高温合金精铸件扩产项目。随着未来研发成果逐步落地和项目逐步达产，3 大项目将为公司贡献收入 13.2 亿元，盈利能力有望大幅提升。

此外，我们认为公司经过多年的平稳发展，业务多数进入瓶颈期，谋求转型成当务之急。随着 3 个项目的落地，公司业务模式有望从“小批量、定制化”向“大批量、可持续”方向转变。多领域研发+扩张并举，公司发展有望迎来新局面，未来快速增长可期。

(四) 限制性股票授予完成，公司发展活力涌现

2018 年新管理层走马上任，公司治理大幅优化。通过建立强激励、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。

公司 5 月 24 日成功授予 122 名核心骨干 1241.08 万股限制性股票，授予价 6.23 元。业绩条件是以 2018 年为基础，可解锁日前一个会计年度扣非归母净利复合增速不低于 20%。2019 至 2022 年股权激励费用分别约为 1782 万、3056 万、2233 万和 1097 万元。

钢研高纳（300034.SZ）

推荐 维持评级

分析师

李良

☎：010-66568330

✉：liliang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515090001。

市场数据

2019/10/28

A 股收盘价(元)	16.03
A 股一年内最高价(元)	18.88
A 股一年内最低价(元)	8.49
上证指数	2954.93
市盈率(2019)	46.27
总股本(万股)	46934.09
实际流通 A 股(万股)	42174.12
限售的流通 A 股(万股)	4759.97
流通 A 股市值(亿元)	67.61

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

我们认为，随着股权激励等新的公司治理机制逐步落地，公司发展活力将持续涌现，并带动公司发展进入快车道。

3. 投资建议

考虑股权激励费用影响，预计公司 2019 年至 2020 年归母净利分别为 1.63 亿和 2.03 亿，EPS 为 0.35 元和 0.43 元，当前股价对应 PE 为 46x 和 37x。参照行业可比公司，公司的 PEG 小于 1 且业绩高增长确定+公司治理持续优化，长期发展前景可期，维持“推荐”评级。

风险提示：军品订单不及预期和新力通无法完成业绩承诺的风险。

表 1 主要财务指标预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营收(单位:百万元)	892.59	1,338.35	1,727.40	2,255.64
同比(%)	32.25%	49.94%	29.07%	30.58%
净利润(单位:百万元)	106.78	162.57	202.81	275.53
同比(%)	83.49%	52.25%	24.75%	35.86%
EPS(单位:元)	0.23	0.35	0.43	0.59
P/E	70.46	46.28	37.10	27.31

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

表 2 可比上市公司估值

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
688122.SH	西部超导	34.68	0.34	0.39	0.48	0.57	102.03	89.54	72.73	60.93
603308.SH	应流股份	12.73	0.17	0.31	0.47	0.64	74.88	41.13	27.26	19.97
600456.SH	宝钛股份	22.76	0.33	0.58	0.76	1.01	69.41	39.53	29.76	22.55
300034.SZ	钢研高纳	16.03	0.23	0.35	0.43	0.59	70.46	46.28	37.10	27.31
平均值(剔除公司)							82.11	56.73	43.25	34.48

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

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）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。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

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。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
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 31 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn