

中航证券金融研究所

分析师：张超 (S0640519070001)

分析师：梁晨 (S0640519080001)

研究助理：董俊业 (S0640118010019)

邮箱：liangc@avicsec.com

钢研高纳 (300034) 2019 年报点评： 新力通助力公司业绩释放，高温合金业务整体 增长稳健

行业分类：国防军工

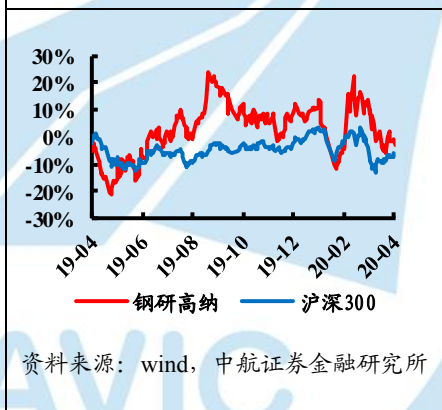
2020 年 4 月 15 日

公司投资评级	买入
当前股价(2020.4.15)	14.41
目标价	17.90

基础数据 (2020.4.15)

上证指数	2811.17
总股本 (亿股)	4.69
流通 A 股 (亿股)	4.22
资产负债率	31.50%
ROE	7.57%
PE (TTM)	43.44
PB (LF)	3.29

近一年公司与沪深 300 走势对比图



事件：公司 4 月 15 日公告，2019 年营收 14.46 亿元 (+62.05%)，归母净利润 1.56 亿元 (+45.84%)，毛利率 29.89% (+0.53pts)，净利率 13.45% (-0.03pts)。

投资要点：

● **民用铸造合金收入大幅增加助力公司业绩增长：**公司 2019 年营收增长 62.05%，归母净利润增长 45.84%，毛利率增长 0.53pts。公司业绩增长主要得益于新力通民用石化行业业务并入，铸造高温合金业务 (收入+109.44%) 的大幅增长。从费用方面来看，公司由于并入新力通销售费用 (+179.31%) 和管理费用 (+74.28%) 大幅增长，在收入增长的情况下，三费占营收比为 9.65% (+1.68pts)，影响有限。

● 各业务版块加大项目统筹，开拓市场：

① **变形高温合金：**2019 年板块收入为 3.63 亿元 (+7.47%)，毛利率为 19.92% (-3.10pts)。公司承担各类多项科研项目，通过 GH4169 大棒材项目，与粉末事业部和工程中心联合完成了 FGH96 粉末涡轮盘制备研究。

② **铸造高温合金：**2019 年板块收入为 8.99 亿元 (+109.44%)，毛利率为 33.32% (+0.86pts)。公司对于大型复杂机匣产品，在技术研发上取得了重大突破，承接了民用涡桨的多种大型复杂薄壁机匣攻关任务，并通过不断提升工艺、生产、技术和管理的工程化能力，提升过程的信息化采集与管控水平。

③ **新型高温合金：**2019 年板块收入为 1.71 亿元 (+44.74%)，毛利率为 37.64% (+0.38pts)。公司板块内粉末高温合金以及属间化合物产品等加大技术提升及工艺改进，不断完善产品性能。同时公司建立了我国第一条完整的氧化物弥散强化高温合金生产线，目前公司在氧化物弥散强化 (ODS) 高温合金领域处于国际先进、国内领先的技术水平。

● **新力通业绩兑现助力全年业绩增长，原有业务稳定增长：**公司 2018 年收购新力通 65% 股份，新增了石化、冶金等民用领域铸造高温合金产品。2019 年新力通实现收入 5.20 亿元 (贡献收入 35.93%)，实现净利润 0.97 亿元 (贡献归母净利润 40.40%)。剔除新力通对公司业绩贡献，公司 2019 年收入增长 22.29%，归母净利润增长 5.50%，整体高温合金业务增长稳健。

● **高温合金航空航天市场持续带动业绩增厚：**高温合金是制造航空航天发动机热端部件的关键材料，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。我国发展自主航空航天产业研制先进发动机，将带来市场对高端和新型高温合金的需求增加。公司目前是国内高端和新型高温合金制品生产规模最大的企业之一，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，随着行业景气度的持续提升，公司将率先获益。

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：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中

航资本大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59562524

传真：010-59562637

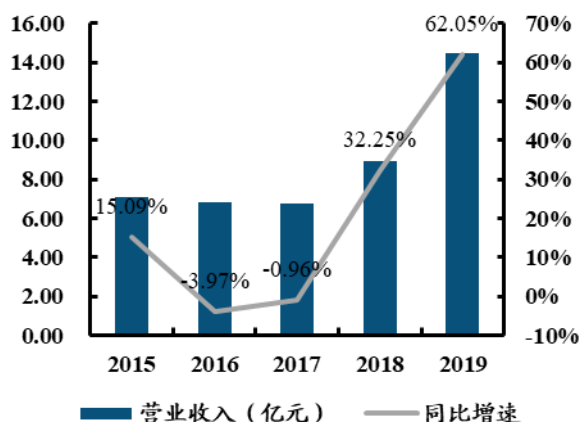
- **积极开拓国际市场，提升业绩增长点：**2019 年，公司积极开拓国际市场，通过了国际宇航标准体系 AS9100D 审核，获得国际宇航质量资质认可，与国际发动机公司建立联系，国际宇航市场实现零的突破。开拓国际宇航业务面临的提升交付能力和改善生产现场管理等问题，有利于巩固和提高公司产品在高温合金领域的市场地位和技术优势，布局国际宇航市场，提升公司综合实力，形成新的利润增长点。
- **实施股权激励，激发员工工作积极性：**2019 年公司实施股权激励 1225 万股，价格为 6.23 元/股，此次股权激励有几个特点：一是人员覆盖广。本次激励对象（包括预留）共计 132 名，占公司职工总数 13.61%；二是激励力度大。本次授予股数（包括授予）为 1307.62 万股，占公司当前总股本比例为 2.9%；三是约束时间久。股权激励计划的有效期限为 5 年，其中 2 年禁售期 3 年限售期，使员工与公司长期成长紧密联系在一起；四是业绩考核强。解除限售需要业绩考核条件达标，包括前一会计年度归母净利润增长率、净资产收益率（ROE）和 Δ EVA 等条件。
- **受疫情拖累，一季度业绩下滑：**公司预计一季度业绩同比下滑 4.87%-33.41%。主要受疫情影响。2020 年一季度公司各基地复工、复产推迟，下游企业亦均有开工延迟情况，公司的采购销售及运输等业务受到一定影响，目前该部分影响已基本解除；公司所处行业整体受疫情影响较小，属于短期影响；但是对于国际市场开拓和订单获取，则存在一定影响。
- **投资建议：**公司作为国内为数不多具有高端高温合金研发、生产能力的公司，未来随着国防安全愈加受重视，航空航天新材料技术的持续突破，公司军品业务有望得到持续增长。同时公司抓准高温合金在石化、冶金等领域的需求增长，拓展民用市场，增厚了公司的盈利水平。我们预测公司 2020、2021、2022 年归母净利润分别为 1.68 亿、2.00 亿、2.39 亿，EPS 分别为 0.36 元、0.43 元、0.51 元，当前股价对应 PE 分别为 40.29 倍、33.78 倍、28.24 倍，给予“买入”评级，我们认为公司 2020 年 PE 在 50 倍左右相对合理，6 个月目标价 17.90 元。
- **风险提示：**疫情影响超预期、市场拓展不顺、技术风险、原材料价格上涨。
- **盈利预测：**

单位: 百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	892.59	1446.46	1581.87	1737.69	1994.91
增长率 (%)	32.25%	62.05%	9.36%	9.85%	14.80%
归属母公司股东净利润	106.78	155.73	167.89	200.22	239.48
增长率 (%)	83.49%	45.84%	7.81%	19.25%	19.61%
每股收益 (EPS)	0.252	0.345	0.358	0.427	0.510

数据来源: wind, 中航证券金融研究所

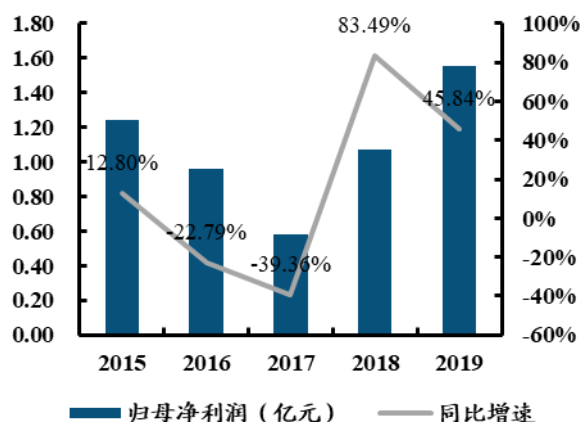
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近 5 年营业收入及增速情况



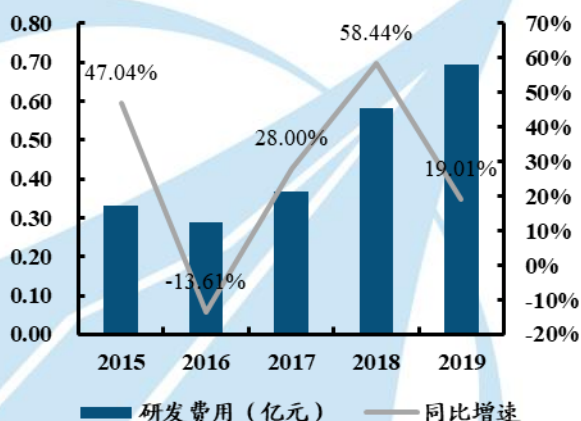
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司近 5 年归母净利润及增速情况



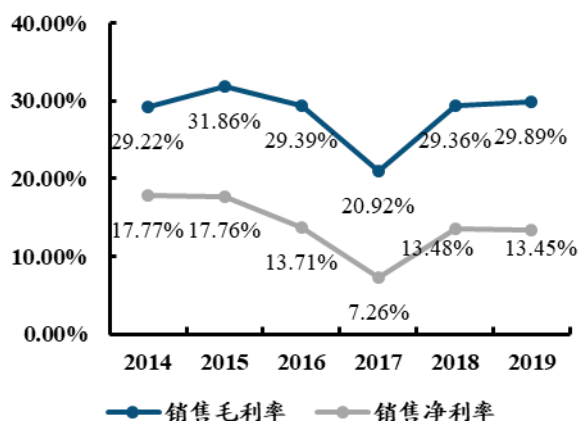
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司近 5 年研发费用情况



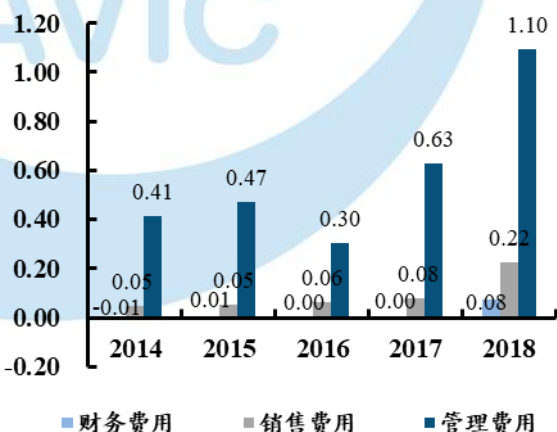
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司近 5 年毛利率及净利率情况



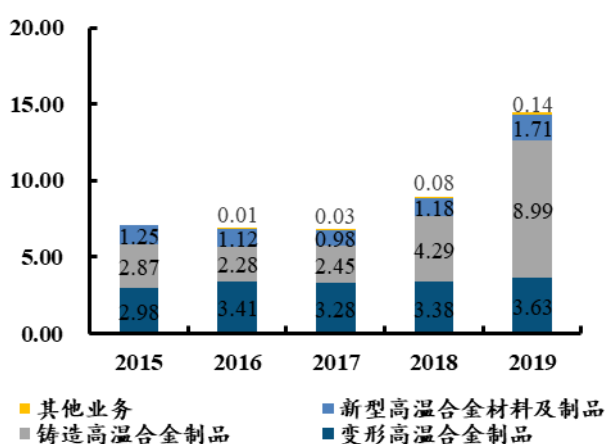
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司近 5 年三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司业务板块结构情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

报表预测（百万元）

利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	674.91	892.59	1446.46	1581.87	1737.69	1994.91
减：营业成本	533.72	630.52	1014.06	1110.82	1206.34	1382.16
营业税金及附加	7.40	10.05	13.87	15.17	16.66	19.13
营业费用	6.39	8.02	22.40	24.50	26.91	30.89
管理费用	66.97	62.86	109.55	119.80	131.60	151.08
财务费用	-0.02	0.19	7.52	2.87	-0.06	-2.33
资产减值损失	20.03	13.44	-4.83	9.55	9.55	9.55
营业利润	40.96	120.17	207.96	231.22	278.74	336.48
加：其他非经营损益	12.25	16.72	15.64	15.64	15.64	15.64
利润总额	53.21	136.89	223.60	246.86	294.38	352.11
减：所得税	4.24	16.55	28.98	37.03	44.16	52.82
净利润	48.97	120.34	194.62	209.83	250.23	299.30
减：少数股东损益	-9.23	13.57	38.89	41.93	50.01	59.81
归属母公司股东净利润	58.19	106.78	155.73	167.89	200.22	239.48
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	208.66	125.72	312.52	348.01	382.29	438.88
应收和预付款项	633.64	878.95	1206.61	1274.26	1474.28	1601.33
存货	431.78	467.38	486.62	523.21	625.68	756.48
其他流动资产	13.04	1.09	2.21	2.21	2.21	2.21
长期股权投资	16.19	48.77	115.06	115.06	115.06	115.06
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	480.62	583.95	572.53	519.39	466.24	413.10
无形资产和开发支出	59.52	435.89	438.54	431.74	424.94	418.14
其他非流动资产	55.21	42.54	51.99	44.18	44.18	44.18
资产总计	1898.65	2584.30	3186.08	3258.07	3534.88	3789.38
短期借款	22.20	56.51	150.15	115.26	85.94	75.18
应付和预收款项	307.71	481.22	705.52	668.47	793.64	842.46
长期借款	6.43	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	140.57	149.29	147.98	147.98	147.98	147.98
负债合计	476.92	687.03	1003.66	931.71	1027.57	1065.62
股本	422.24	448.94	469.34	469.34	469.34	469.34
资本公积	349.77	687.90	821.55	821.55	821.55	821.55
留存收益	581.30	658.64	765.60	875.42	1006.37	1163.00
归属母公司股东权益	1353.30	1795.48	2056.49	2166.30	2297.26	2453.89
少数股东权益	68.43	101.80	125.93	167.86	217.87	277.68
股东权益合计	1421.73	1897.28	2182.42	2334.16	2515.12	2731.57
负债和股东权益合计	1898.65	2584.30	3186.08	3265.88	3542.69	3797.19
现金流量表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	42.83	63.13	107.87	117.04	118.40	133.31
投资性现金净流量	-24.28	-134.07	-100.61	13.29	13.29	13.29
筹资性现金净流量	6.91	-27.28	182.04	-94.84	-97.41	-90.01
现金流量净额	25.46	-98.24	189.29	35.50	34.28	56.59

数据来源：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 : 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券金融研究所首席分析师。

梁晨, SAC 执业证书号: S0640519080001, 北京科技大学材料硕士, 中航证券金融研究所军工行业分析师。

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参考之用, 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他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保持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。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、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依据的研究或分析。