



中航证券金融研究所

分析师: 张超 (S0640519070001)

分析师: 梁晨 (S0640519080001)

邮箱: liangc@avicsec.com

钢研高纳 (300034) 2020 年半年报点评: 高温合金业务稳健增长

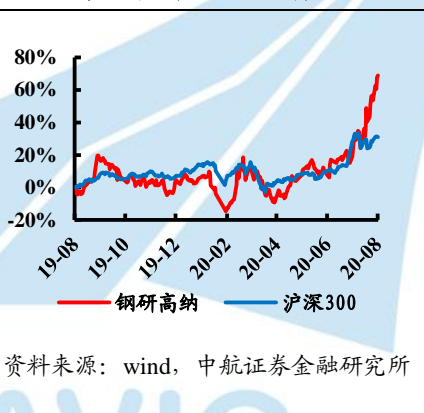
行业分类: 国防军工 2020 年 8 月 7 日

公司投资评级	持有
当前股价(2020.8.6)	26.08

基础数据 (2020.8.6)

上证指数	3386.46
总股本 (亿股)	4.70
流通 A 股 (亿股)	4.22
资产负债率	34.79%
ROE	4.22%
PE (TTM)	77.44
PB (LF)	5.98

近一年公司与沪深 300 走势对比图



- **事件:** 公司 8 月 6 日公告, 2020H1 营收 6.68 亿元 (-1.06%), 归母净利润 0.89 亿元 (+3.00%), 毛利率 35.38% (+2.26pcts), 净利率 15.66% (+0.05pcts)。
- **投资要点:**
 - **逆转 Q1 疫情亏损, 公司半年实现小幅盈利:** 公司 2020H1 营收减少 1.06%, 主要为疫情原因导致子公司新力通销售额受到影响所致, 归母净利润小幅增长 (+3.00%), 毛利率增长 2.26pcts。剔除新力通对公司业绩贡献, 公司 2020H1 收入增长 7.20%, 净利润增长 18.14%, 整体高温合金业务增长稳健。单看 Q2 季度, 公司营收同比增长 12.75%, 归母净利润同比增长 10.72%, 疫情影响基本化解。从公司库存中在产品 (2.32 亿元, +17.80%) 和库存商品 (2.37 亿元, +19.30%) 的情况来看, 为公司全年销售及业绩增长提供了支撑。从费用方面来看, 公司管理费用同比增加 36.98%, 主要为限制性股票激励成本所致, 三费占营收比为 11.24% (+2.72pcts)。公司持续研发投入 (+52.67%), 进一步加大自主研发力度, 保障产品技术。
 - **各业务版块情况:**
 - ① **变形高温合金:** 2020H1 板块收入为 1.82 亿元 (-5.59%), 毛利率为 28.13% (+4.36pcts)。产品包括各类高温合金变形加工型材及制品、热作模具钢无硫 (NOS) 系列制品、塑料模具钢超洁镜 (GY) 系列制品、高速钢必硬 (MBH) 系列等, 市场集中在航空航天、舰船、石化、电力、模具等领域。
 - ② **铸造高温合金:** 2020H1 板块收入为 4.28 亿元 (+1.62%), 毛利率为 37.31% (+1.79pcts)。产品包括高温合金母合金、精密铸造合金制品、高温合金叶片、高温合金离心铸管及静态铸件等。市场集中在航空航天、石油化工、冶金等领域。
 - ③ **新型高温合金:** 2020H1 板块收入为 0.55 亿元 (-0.34%), 毛利率为 42.52% (-4.95pcts)。产品包括粉末高温合金锻件、氧化物弥散强化系列制品、核用镍基合金制品、CNG 燃气气门座、磁控溅射系列靶材、热障涂层用 MCrAlY 型电弧镀膜靶材等, 市场集中在航空航天、电子、核电、建材等领域。
 - **新力通受疫情影响略有回落:** 公司 2018 年收购新力通 65% 股份, 新增石化、冶金等民用领域铸造高温合金产品。2020H1 新力通实现收入 1.99 亿元 (-16.26%), 实现净利润 0.36 亿元 (-23.65%)。主要是疫情影响民用产品销售所导致。
 - **航空航天快速发展和“一带一路”带来发展机遇:** 高端和新型高温合金需求增加主要来自于几个方面: ① 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, 有望带来市场对高端和新型高温合金的

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布证券研究报告

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



需求增加；②大型发电设备制造集团在生产规模和生产技术等方面近年来有了较大提高，拉动了对发电设备用的涡轮盘的需求。同时，核电设备的国产化，也将拉动对国产高温合金的需求；③“一带一路”经过多个新兴国家，如东盟、中亚、印度等，这些国家处于经济的发展阶段，对于石化、冶金、建材等基础工业产品需求很大，可以带动我国的相关产品和设备的出口，同时也带动相关技术的输出和合作。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，同时在收购新力通后，公司增加了石化、冶金等民用高温合金领域业务。随着行业景气度的持续提升，公司有望率先获益。

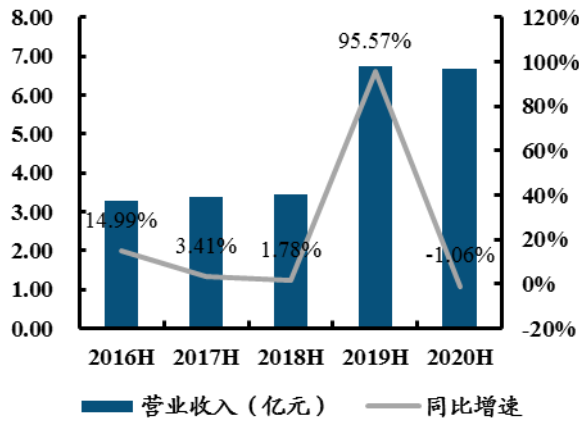
- **加大市场开拓力度，实现战略转型：**2020年上半年，公司开拓精细产品市场，成功交付部分产品；积极开拓民品市场，与潜在客户建立联系并完成相关产品报价；通过设立营销中心的方式，提高钛合金铸件产品和铸造用母合金产品的市场份额。在国际市场方面，上半年已积极同国际公司签订订单及长协，并建立完善的宇航技术、质量、生产、管理体系和专业项目团队，同时，引入国际、国内先进铸造工艺技术和设计理念，实现技术提升与技术进步。为配合国际宇航项目开展，公司开展 Nadcap 认证准备工作，并组织相关培训，加强专业人员素养提升，按照 Nadcap 审核准则规范要求开展工作。
- **投资建议：**公司作为国内为数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 1.83 亿、2.32 亿、2.77 亿，EPS 分别为 0.39 元、0.49 元、0.59 元，当前股价对应 PE 分别为 67.10 倍、52.78 倍、44.30 倍，给予“持有”评级。
- **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	1681.87	1987.69	2294.91
增长率 (%)	32.25%	62.05%	16.27%	18.18%	15.46%
归属母公司股东净利润	106.78	155.73	182.70	232.26	276.73
增长率 (%)	83.49%	45.84%	17.32%	27.12%	19.15%
每股收益 (EPS)	0.24	0.33	0.39	0.49	0.59

数据来源：wind，中航证券金融研究所

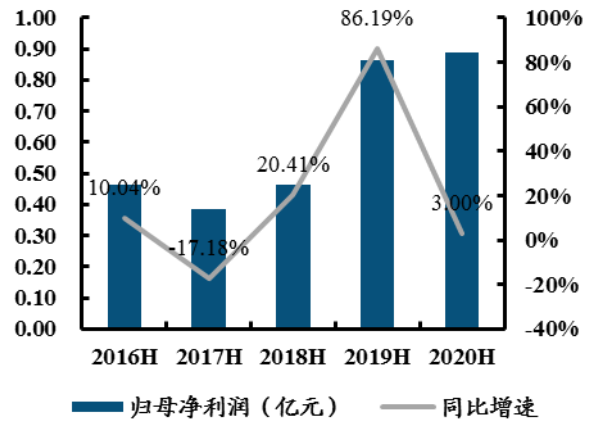
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近 5 年半年报营业收入及增速情况



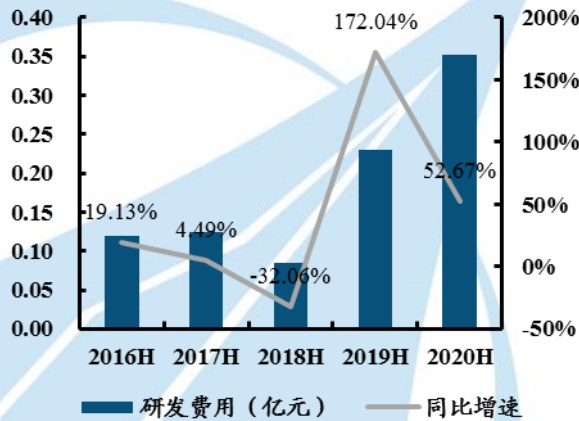
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司近 5 年半年报归母净利润及增速情况



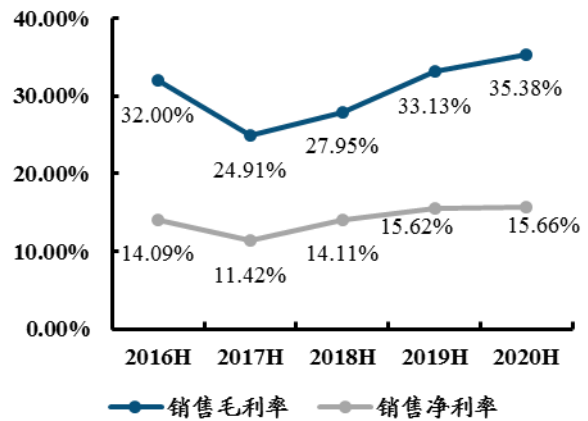
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司近 5 年半年报研发费用情况



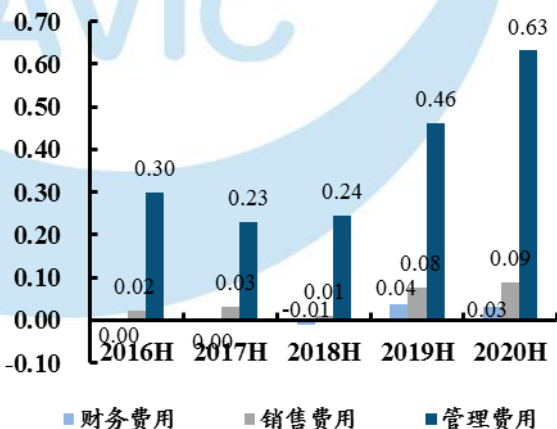
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司近 5 年半年报毛利率及净利率情况



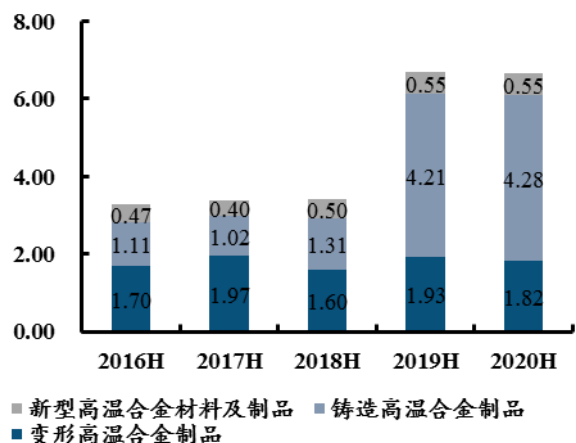
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司近 5 年半年报三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司半年报业务板块结构情况 (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	1681.87	1987.69	2294.91
减: 营业成本	533.72	630.52	1014.06	1177.68	1379.89	1590.01
营业税金及附加	7.40	10.05	13.87	16.13	19.06	22.00
营业费用	6.39	8.02	22.40	26.04	30.78	35.54
管理费用	66.97	62.86	109.55	127.37	150.54	173.80
财务费用	-0.02	0.19	7.52	4.16	4.07	4.81
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	252.99	325.85	391.25
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	268.63	341.49	406.88
减: 所得税	4.24	16.55	28.98	40.29	51.22	61.03
净利润	48.97	120.34	194.62	228.34	290.26	345.85
减: 少数股东损益	-9.23	13.57	38.89	45.63	58.01	69.12
归属母公司股东净利润	58.19	106.78	155.73	182.70	232.26	276.73
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	208.66	125.72	312.52	370.01	437.29	504.88
应收和预付款项	633.64	878.95	1206.61	1319.58	1566.42	1756.14
存货	431.78	467.38	486.62	583.99	730.19	859.82
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	3386.17	3786.53	4113.52
短期借款	22.20	56.51	150.15	157.32	182.32	216.09
应付和预收款项	307.71	481.22	705.52	741.13	906.57	949.68
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	1046.43	1236.88	1313.76
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	885.10	1037.01	1218.01
归属母公司股东权益	1353.30	1795.48	2056.49	2175.99	2327.90	2508.89
少数股东权益	68.43	101.80	125.93	171.56	229.57	298.68
股东权益合计	1421.73	1897.28	2182.42	2347.55	2557.46	2807.58
负债和股东权益合计	1898.65	2584.30	3186.08	3393.98	3794.34	4121.33
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	103.33	112.14	119.61
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	-59.13	-58.15	-65.31
现金流量净额	25.46	-98.24	189.29	57.50	67.28	67.59

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, 未来也将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。