

2021 年 04 月 23 日

三大主业势头良好，盈利能力显著改善

钢研高纳(300034)

评级:	买入	股票代码:	300034
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	39.39/15.53
目标价格:		总市值(亿)	107.86
最新收盘价:	22.19	自由流通市值(亿)	95.43
		自由流通股数(百万)	430.08

事件概述

公司发布 2020 年年报和 2021 年一季报：2020 年实现营收 15.85 亿(+9.57%)，归母净利润 2.04 亿(+30.78%)，扣非归母净利润 1.83 亿(+27.63%)；2021Q1 实现营收 3.50 亿(+43.28%)，归母净利润 0.56 亿(+96.79%)，扣非归母净利润 0.49 亿(+36.57%)。

分析判断：

公司主营业务包括铸造高温合金、变形高温合金、新型高温合金及其他业务。铸造高温合金方面，公司拥有年产超千吨航空航天用高温合金母合金的能力，以及高温合金叶片、精密铸造合金制品等的批量交付能力，2020 年实现营收 9.94 亿(+10.64%)；变形高温合金方面，公司在航空发动机盘锻件、汽轮机叶片防护片等方面具有先进生产技术，2020 年实现营收 3.99 亿(+9.87%)；新型高温合金方面，公司具有制造先进航空发动机亟需的粉末高温合金和 ODS 合金的生产技术和能力，2020 年实现营收 1.85 亿(+7.82%)。毛利率方面，综合毛利率 34.60%(+4.71pct)，主要是变形高温合金和新型高温合金毛利率改善所致，其中，铸造高温合金毛利率 34.58%(+1.26pct)，变形高温合金毛利率 28.52%(+8.60pct)，新型高温合金毛利率 47.30%(+9.66pct)。

公司三大主业发展势头良好。铸造高温合金方面，公司在某大尺寸型号单晶合金及涡轮叶片上突破核心制备工艺，具备批量交付生产能力，并实现涡轮铸件批产交付任务。变形高温合金方面，公司拳头产品 GH4169 变形合金涡轮盘交付量和市场占有率再创新高，新产品某型号合金涡轮盘锻件实现小批量生产，对未来变形合金产品多样化打下良好的基础。新型高温合金方面，公司研发的粉末高温合金盘锻件应用于多个重点型号航空发动机且型号需求开始放量，FGH97 高压涡轮盘在某盘件国产化招标中竞标第一，Ti2AlNb 金属间化合物锻件在涡轴发动机领域得到应用，ODS 高温合金批量应用到我国某系列重点武器装备。

公司是国内航空发动机高温合金材料及制品核心供应商。公司为中国航发集团供应大量新一代高温合金材料，同时承担中国航发集团数家主机厂的零部件产品生产，此外，中国航发集团还是公司的战略投资者，因此，公司已经与中国航发集团结成紧密合作关系。

十四五期间下游航空装备进入高景气周期，重点型号装备放量致高温合金材料及制品需求增长。一方面，受益于中国航发集团主机厂产品放量，叠加新型号航空发动机中高温合金价值量提升，上游高温合金材料需求将有显著增长；另一方面，主机厂盘环件、铸锻件等业务饱和，外购比例持续提升，公司有望承接部分生产环节外溢订单，成为主机厂重要的新材料研发与锻件外协商，产品附加值大幅提升。

投资建议

高温合金材料具有高投入、高壁垒、高回报等特点，下游航空发动机放量带来高景气需求，公司作为国内高温合金材料及制品的重要研制生产单位，核心受益。考虑到公司 2020 年营收增速不及预期但综合毛利率明显改善，将 2021-2022 年营收由 20.82、25.95 亿元调整为 19.41、24.42 亿元，归母净利润由 2.72、3.39 亿元调整为 2.76、3.59 亿元，预计公司 2021-2023 年实现营收 19.41/24.42/31.27 亿元，归母净利润 2.76/3.59/4.77 亿元，EPS 为 0.57/0.74/0.98 元，对应 PE 为 39/30/23 倍。维持买入评级。

风险提示

军用航空发动机放量进度不及预期，新品转批产进度不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,446	1,585	1,941	2,442	3,127
YoY (%)	62.1%	9.6%	22.5%	25.8%	28.1%
归母净利润(百万元)	156	204	276	359	477
YoY (%)	45.8%	30.8%	35.5%	30.0%	32.8%
毛利率 (%)	29.9%	34.6%	34.4%	35.0%	35.7%
每股收益 (元)	0.32	0.42	0.57	0.74	0.98
ROE	7.6%	9.1%	10.7%	12.0%	13.4%
市盈率	69.26	52.96	39.08	30.05	22.63

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：陆洲

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

联系电话：010-59775364

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,585	1,941	2,442	3,127	净利润	246	334	434	577
YoY (%)	9.6%	22.5%	25.8%	28.1%	折旧和摊销	72	53	53	53
营业成本	1,036	1,274	1,587	2,012	营运资金变动	-26	-211	-248	-335
营业税金及附加	14	17	22	28	经营活动现金流	304	193	261	321
销售费用	18	21	27	34	资本开支	-222	-105	-113	-113
管理费用	142	165	208	266	投资	-23	-25	-25	-25
财务费用	7	3	4	3	投资活动现金流	-246	-134	-143	-143
资产减值损失	-5	-5	-5	-5	股权募资	4	0	0	0
投资收益	0	-2	-2	-3	债务募资	277	80	50	50
营业利润	292	378	492	654	筹资活动现金流	5	68	34	30
营业外收支	-12	1	1	1	现金净流量	63	128	152	208
利润总额	280	379	493	655	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	34	46	59	79	成长能力				
净利润	246	334	434	577	营业收入增长率	9.6%	22.5%	25.8%	28.1%
归属于母公司净利润	204	276	359	477	净利润增长率	30.8%	35.5%	30.0%	32.8%
YoY (%)	30.8%	35.5%	30.0%	32.8%	盈利能力				
每股收益	0.42	0.57	0.74	0.98	毛利率	34.6%	34.4%	35.0%	35.7%
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	15.5%	17.2%	17.8%	18.4%
货币资金	352	479	631	839	总资产收益率 ROA	5.5%	6.4%	7.0%	7.7%
预付款项	39	37	46	58	净资产收益率 ROE	9.1%	10.7%	12.0%	13.4%
存货	592	698	870	1,102	偿债能力				
其他流动资产	1,282	1,523	1,857	2,309	流动比率	2.01	2.11	2.17	2.23
流动资产合计	2,264	2,737	3,403	4,309	速动比率	1.39	1.48	1.52	1.55
长期股权投资	127	147	167	187	现金比率	0.31	0.37	0.40	0.43
固定资产	533	556	595	650	资产负债率	34.8%	35.0%	35.7%	36.2%
无形资产	175	212	249	286	经营效率				
非流动资产合计	1,418	1,546	1,699	1,868	总资产周转率	0.43	0.45	0.48	0.51
资产合计	3,682	4,283	5,102	6,177	每股指标（元）				
短期借款	120	150	150	150	每股收益	0.42	0.57	0.74	0.98
应付账款及票据	721	785	978	1,240	每股净资产	4.63	5.29	6.16	7.31
其他流动负债	285	360	438	544	每股经营现金流	0.63	0.40	0.54	0.66
流动负债合计	1,126	1,295	1,567	1,935	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	50	100	150	200	估值分析				
其他长期负债	103	103	103	103	PE	52.96	39.08	30.05	22.63
非流动负债合计	154	204	254	304	PB	7.77	4.19	3.60	3.04
负债合计	1,280	1,499	1,820	2,238					
股本	470	470	470	470					
少数股东权益	152	210	286	386					
股东权益合计	2,402	2,784	3,282	3,939					
负债和股东权益合计	3,682	4,283	5,102	6,177					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，10年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

张力涛：华西证券研究所军工行业研究助理，清华大学航空宇航科学与技术硕士，西北工业大学飞行器动力工程学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。