

产能+员工激励兼备， 借行业发展东风扬帆起航

核心观点：

- **事件** 公司 2020 年实现收入 15.85 亿 (+9.57%)，归母净利润 2.04 亿 (+30.78%)，EPS 约为 0.44 元。2021Q1 实现收入 3.5 亿 (+43.28%)，归母净利润 0.56 亿 (+96.79%)，扣非净利 0.49 亿 (+36.57%)。
- **年报业绩增长好于预期，Q1 基本复合预期。** 受到疫情对民品业务拖累的影响，公司 2020 年收入增速 9.57%，同比有所放缓，剔除大额股权激励费用后的归母净利润增速仍达到 30.78%。若剔除股权激励费用影响，2020 年归母净利润约为 2.3 亿，同一口径下同比增长 36.4%，优于预期。究其原因，我们认为，首先，公司 2020 年期间费用率+研发费用率达 16.47%，同比提升 2.15pct，但公司综合毛利率 34.6%，同比大幅增加 4.71pct，其中变形高温合金和新型高温合金分别增加 8.60pct 和 9.66pct，表明公司盈利能力明显提升；其次，政府补助 0.28 亿，同比增加 0.15 亿元；再次，公司高温合金主业增长较快，通过业务拆分，不考虑关联交易，母公司高温合金业务利润增长约 36%，子公司钢研德凯和新力通归属母公司利润分别增长 37% 和 6.4%。考虑到 2020Q1 因疫情计提停工等损失影响当期利润 0.14 亿，公司 2021Q1 扣非净利增长基本符合预期。我们认为受益于军品放量 and 民品市场复苏，公司全年增长依然可期。
- **股权激励实施，公司活力涌现。** 公司继 2019 年 5 月首次以 6.23 元/股向 138 名激励对象授予 1241 万股限制性股票后，2020 年 4 月再次以 7.74 元/股向 10 名预留激励对象授予 66.5 万股。业绩条件均为以 2018 年为基础，可解锁日前一个会计年度扣非归母净利润复合增速不低于 20%，ROE 分别不低于 8%、8.5% 和 9%。若 2021 年满足 ROE 为 8.5% 的条件，公司扣非归母净利至少为 2.21 亿元。此外，根据公司此前测算，公司股权激励需分摊总费用达 8985.53 万元，其中 2021 和 2022 年分别约摊销 2422 万和 1227 万元。我们认为，虽然股权激励费用的分摊短期对公司业绩形成一定压力，但长期看，公司发展活力有望涌现，并带动公司发展进入快车道。
- **完成再融资补流，满足业务扩张需求。** 公司 2021Q1 完成 18.51 元/股向中国钢研科技集团发行约 1620.75 万股，募资 3 亿元，用于补充流动资金。近年来，公司在保住存量市场的同时正在积极打入新型发动机、机身结构件等航空航天零部件批产产品的供应商体系。公司本次募资补流不仅有助于缓解上市公司日常经营资金压力，也为未来业务规模扩张提供了保障，上市公司盈利能力有望持续提升。
- **投资建议。** 考虑股权激励费用的影响，预计公司 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 2.79 亿、3.70 亿和 4.78 亿，EPS 为 0.57 元、0.76 元和 0.98 元，当前股价对应 PE 为 42x、32x 和 25x。公司作为高温合金材料龙头，军民双轮驱动，业绩持续较快增长叠加公司治理持续优化，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业绩下滑的风险。

钢研高纳 (300034.SZ)

推荐 维持评级

分析师

李良

☎: 010-80927659

✉: liliang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515090001。

温肇东

☎: 010-80927659

✉: wenzhaodong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520060001

市场数据

2021/4/26

A 股收盘价(元)	23.18
A 股一年内最高价(元)	39.39
A 股一年内最低价(元)	15.43
上证指数	3474.17
市盈率(2020)	42.60
总股本(万股)	48606.87
实际流通 A 股(万股)	43007.51
限售的流通 A 股(万股)	5599.36
流通 A 股市值(亿元)	99.69

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

表 1 主要财务指标预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营收(单位:百万元)	1,584.95	1,908.94	2,291.70	2,743.30
同比(%)	9.57%	20.44%	20.05%	19.71%
净利润(单位:百万元)	203.66	278.85	369.45	476.92
同比(%)	30.78%	36.92%	32.49%	29.09%
EPS(单位:元)	0.42	0.57	0.76	0.98
P/E	58.33	42.60	32.15	24.91

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

表 2 可比公司估值

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300855.SZ	图南股份	36.00	0.64	0.75	0.98	1.38	56.25	48.16	36.83	26.13
688122.SH	西部超导	51.44	0.84	1.23	1.63	2.10	61.22	41.95	31.48	24.55
600399.SH	ST 抚钢	13.97	0.28	0.41	0.54	0.67	49.89	33.75	25.99	20.77
300034.SZ	钢研高纳	24.44	0.42	0.57	0.76	0.98	58.33	42.60	32.15	24.91
平均值(剔除公司)							56.42	41.62	31.61	24.09

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良 机械军工行业组组长

证券从业近 8 年。清华大学 MBA，曾在中航证券研究所从事军工行业研究，2015 年加入银河证券。曾获 2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

温肇东 军工行业分析师

北京航空航天大学学士、博士，十年装备研究部门论证、科研、管理经验，2018 年加入银河证券研究院。

评级标准

行业评级体系

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）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：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。

谨慎推荐：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%。

中性：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。

回避：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。

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）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。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。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。

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。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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

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。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。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。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系人

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

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

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤磊 010-80928021 gengyouyou@ChinaStock.com.cn