

归母净利润增长 124.64%，持续受益航空航发高景气度

行业分类: 国防军工

2021 年 7 月 21 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.7.20)	40.89
目标价格	50.00

基础数据 (2021.7.20)	
上证指数	3536.79
总股本 (亿股)	2.00
流通 A 股 (亿股)	0.50
资产负债率	4.51%
ROE (摊薄)	7.97%
PE (TTM)	51.60
PB (LF)	7.30



➤ **事件:** 公司 7 月 20 日公告, 2021H1 营收 3.47 亿元 (+35.67%), 归母净利润 0.89 亿元 (+124.64%), 毛利率 39.57% (+10.91pcts), 净利率 25.70% (+10.18pcts)。

➤ **投资要点:**

● **归母净利润大幅增长 124.64%，毛利率大幅提高 10.91 个百分点，铸造高温合金制品放量**

2021H1, 公司在营业收入 3.47 亿元 (+35.67%) 为历史同期最高, 归母净利润 0.89 亿元 (+124.64%) 同样为历史最高。公司毛利率 39.57% (+10.91pcts) 及净利率 25.70% (+10.18pcts) 大幅增加, 表明公司盈利能力快速提升。

从收入结构看, 公司产品主要包括铸造高温合金制品、变形高温合金制品、特种不锈钢三大类。

铸造高温合金主要应用于航空发动机零部件生产, 下游客户为航空发动机制造企业; 受益于下游需求放量, 公司铸造高温合金制品 2021H1 实现收入 1.58 亿元 (+57.11%), 营收占比 45.45% (+6.29pcts); 铸造高温合金毛利率为 50.73% (+7.71pcts), 毛利占比 58.27%, 是业绩增长的主要来源。

变形高温合金主要应用于燃气轮机、石油化工领域, 部分用于飞机、航空发动机领域, 是公司传统优势产品; 2021H1 实现收入 0.93 亿元 (+4.03%), 保持平稳, 营收占比 26.88% (-8.17pcts); 变形高温合金毛利率 30.78% (+10.24pcts), 毛利占比 20.90%。

特种不锈钢主要应用于飞机、航空发动机领域, 部分用于燃气轮机、核电及船舶制造等高端装备制造领域。2021H1 实现收入 0.36 亿元 (+76.68%), 增长较快; 营收占比 10.41% (+2.42pcts), 稳步提升; 特种不锈钢毛利率 44.01% (+19.96pcts), 毛利占比的 11.58%。

费用方面, 2021H1, 公司销售费用率 1.42% (+0.03pcts), 销售费用与营业收入增速基本一致; 管理费用率 6.99% (+3.29pcts), 主要原因为报告期内实施股权激励, 确认股份支付费用; 财务费用率为 -0.15% (-0.58pcts); 研发费用率 5.31% (+0.66pcts), 平稳增长。

报告期末, 公司存货 2.4 亿元, 较期初增加 24.39%, 或表明公司在手订单充足。应收账款 0.50 亿元, 较期初增加 56.36%。在建工程 0.23 亿元, 较期初增长 279.99%, 募投项目稳步推进。报告期内, 公司经营性现金流净额为 0.87 亿元, 同比增长 808.56%, 销售额增长, 回款情况较好。

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号楼中航产融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

● 高温合金全产业链核心供应商，有望持续受益于航空航发高景气度

经过多年发展，公司已成为国内航空发动机用大型复杂薄壁高温合金结构件的重要供应商，国内飞机、航空发动机用高温合金和不锈钢无缝管的主要供应商，承担了我国多款重点型号航空发动机材料、关键部件的配套科研和生产任务。公司三大类产品概述如下：

① 铸造高温合金系列

公司依托国际先进的熔炼装备，针对性的开展了高温合金熔炼技术攻关，成功制备出低S、低O含量的高温合金。目前，国内具备生产大型高温合金复杂薄壁精密铸件的厂家主要为安吉铸造与图南股份，其中图南股份在国内率先实现直径大于1,000mm、壁厚小于2mm的大型高温合金精铸件批量生产，铸件尺寸精度高、加工余量小、壁厚薄，形成了为航空发动机制造企业稳定供货的能力。

公司是国内少数既生产铸造高温合金母合金又生产大型高温合金的复杂薄壁精密铸件的企业之一，具备全产业链能力，有一定的成本控制优势。

② 变形高温合金系列

公司的变形高温合金系列产品主要为棒材、丝材、管材，对于交付周期严苛的客户有较强的吸引力，公司产线覆盖规格范围广，形成了品种多、批量小、结构复杂产品的生产管理优势和协同供货能力，在配套工程、解决用户需求方面能力较强，增加了客户的粘性。

③ 特种不锈钢系列

航空用不锈钢无缝管材合格率低一直是困扰国内航空企业的难题，公司摒除传统制管工艺的不足之处，开展了高精度无缝管材制造技术开发和技术创新，制造出综合性能稳定、质量优异的高品质不锈钢无缝管材，在国内航空管材上占据突出的市场地位。

镍基高温合金是现代航空发动机、航天器和火箭发动机以及舰船和工业燃气轮机的关键热端部件材料（如涡轮叶片、导向器叶片、涡轮盘、燃烧室等），也是核反应堆、化工设备、煤转化技术等方面需要的重要高温结构材料。

航空发动机为高温合金最重要的应用领域，在新型的先进航空发动机中，高温合金用量占发动机总重量的40%--60%。随着对新型先进航空发动机推重比的要求不断提高，对高性能高温合金材料的依赖也越来越大。伴随军机、民机的不断放量，国产航空发动机研发和制造取得进展及大飞机国产化率的不断提升，高温合金材料的需求将在未来迎来较大的增长空间和进口替代空间。公司作为国内少数高温合金全产业链供应商，也将持续受益于行业高景气度。

● 募投项目突破产能瓶颈，股权激励助力长远发展

公司于2020年7月首发上市，募集资金5.26亿元，用于年产1,000吨超纯净高性能高温合金材料建设，预计2022年7月达产，达产后每年可为公司贡献1.91亿元收入；年产3,300件复杂薄壁高温合金结构件建设项目，预计2022年12月达产，达产后每年可为公司贡献1.30亿元收入。根据招股书披露，公司2017年-2019年，公司高温合金产能利用率均超过100%，其中2019年产能利用率为121.72%。报告期内，公司募投项目持续推进，突破产能瓶颈，为业绩增长夯实基础。

2021年3月，公司公告18.58元/股的价格向31名激励对象授予268.00万股限制性股票（占总股本1.34%），分别设置以2020年为基数，2021年营业收入和净利润增长分别不低于15%和16%，2022年营业收入和净利润增长分别不低于30%和32%的解锁条件，用于激发员工活力，助力企业长远发展。

➤ 投资建议

我们认为，高温合金企业中少数同时具备生产铸造高温合金、变形高温合金的全产业链企业，具有如下特点：

① 公司深耕航空领域多年，与下游建立了较为紧密的合作关系。在铸造高温合金领域，公司是主要的大型高温合金复杂薄壁精密铸件供应商；在变形高温合金领域，公司在小批量、多品质，复杂结构上以交期响应快、协同能力强等特点形成差异化竞争；在特种不锈钢领域，公司在航空管材上占据突出的市场地位。

② 随着军机、民机的不断放量，国产航空发动机研发和制造取得进展及大飞机国产化率的不断提升，高温合金材料的需求将在未来迎来较大的增长空间和进口替代空间。公司作为国内少数高温合金全产业链供应商，将持续受益于行业高景气度。

③ 公司募投项目持续推进，突破产能瓶颈，为业绩增长夯实基础。股权激励绑定核心骨干，有望助力公司长远发展。

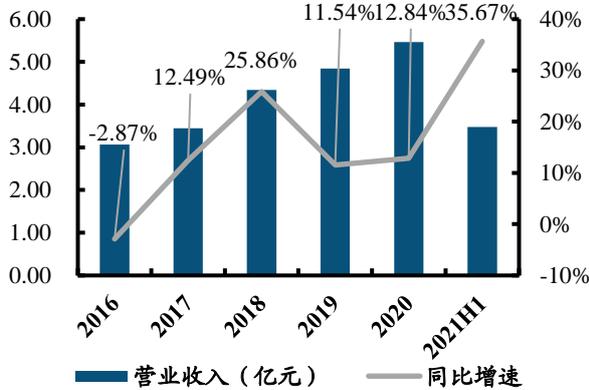
基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 7.52 亿元、9.35 亿元和 12.26 亿元，归母净利润分别为 1.84 亿元、2.22 亿元及 3.05 亿元，EPS 分别为 0.92 元、1.11 元、1.53 元。我们给予目标价格 50.00 元，分别对应 54 倍、45 倍及 33 倍 PE。

风险提示：募投项目推进不及预期；军品放量进度不及预期。

➤ 盈利预测：

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	484.19	546.34	752.33	935.36	1226.16
增长率 (%)	11.54%	12.84%	37.70%	24.33%	31.09%
归属母公司股东净利润	101.95	109.08	184.13	222.21	305.00
增长率 (%)	37.38%	6.99%	68.80%	20.68%	37.26%
每股收益 (EPS)	0.68	0.55	0.92	1.11	1.53

数据来源：WIND，中航证券研究所

➤ 公司近 5 年及 21H1 主要财务数据
图 1: 公司近 5 年及 21H1 营业收入及增速情况


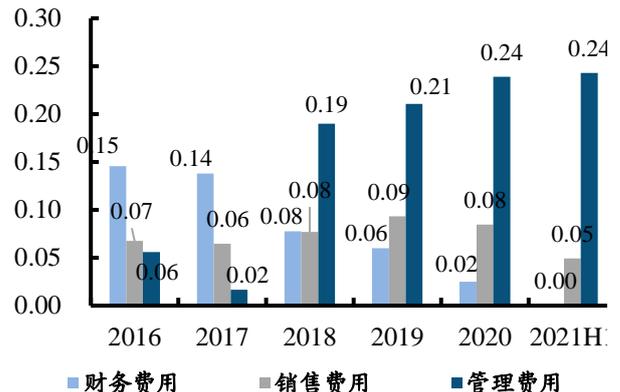
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近 5 年及 21H1 归母净利润及增速情况


资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年及 21H1 毛利率及净利率情况

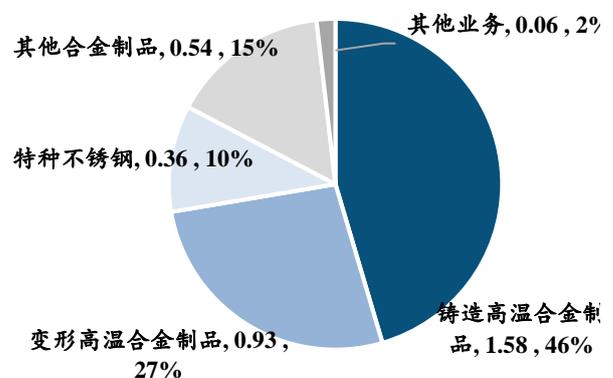

资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近 5 年及 21H1 三费情况 (亿元)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司近 5 年及 21H1 研发费用情况


资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司 2021H1 产品结构 (亿元)


资料来源: wind, 中航证券研究所



报表预测				
利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	546.34	752.33	935.36	1226.16
减: 营业成本	368.45	435.41	554.86	722.19
营业税金及附加	4.27	5.97	7.20	9.56
销售费用	8.46	12.87	15.83	20.53
管理费用	57.77	78.24	95.41	122.62
财务费用	2.48	16.14	15.95	11.50
资产减值损失	-2.63	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	3.21	4.21	5.12
公允价值变动损益	3.48	3.48	3.48	3.48
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	124.42	210.39	253.81	348.37
加: 其他非经营损益	-0.14	0.42	0.23	0.29
利润总额	124.28	210.81	254.04	348.66
减: 所得税	15.20	26.67	31.84	43.66
净利润	109.08	184.13	222.21	305.00
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	109.08	184.13	222.21	305.00
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	260.68	188.08	233.84	306.54
应收和预付款项	57.93	352.96	431.17	496.01
存货	192.95	238.51	306.62	405.35
其他流动资产	334.75	283.28	284.50	285.54
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	198.16	167.17	134.77	101.23
无形资产和开发支出	41.50	40.32	39.14	37.96
其他非流动资产	22.40	26.87	30.80	33.48
资产总计	1108.37	1297.18	1460.84	1666.11
短期借款	0.00	371.59	311.53	191.16
应付和预收款项	31.91	50.78	58.95	79.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	15.41	-13.37	-20.04	-19.75
负债合计	47.31	408.99	350.44	250.72
股本	200.00	200.00	200.00	200.00
资本公积	570.81	570.81	570.81	570.81
留存收益	290.25	474.38	696.59	1001.59
归属母公司股东权益	1061.06	1245.19	1467.40	1772.40
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1061.06	1245.19	1467.40	1772.40
负债和股东权益合计	1108.37	1654.18	1817.84	2023.11
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	90.21	-42.93	136.86	211.37
投资活动现金流净额	-305.61	-8.68	-7.85	-6.39
筹资活动现金流净额	384.73	336.01	-83.25	-132.29
现金流量净额	167.87	284.40	45.76	72.70

数据来源: WIND, 中航证券研究所

注: 表中管理费用中均包含研发费用

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；熟悉航空制造、材料加工等领域，熟悉军工企业科研及生产体系。

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替行使独立判断。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。