

中报业绩超预期，青岛产业基地成效显著

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:	50.33/20.19
目标价格:		总市值(亿)	209.59
最新收盘价:	43.12	自由流通市值(亿)	187.07
		自由流通股数(百万)	433.83

事件概述

公司发布2021年半年度报告：21H1实现营收8.30亿元，同比增加24.12%；归母净利润1.76亿元，同比增加98.19%；营业利润2.08亿元，同比增加52.48%。

分析判断：

1、公司主营业务包括铸造高温合金、变形高温合金、新型高温合金等。

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；**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；**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。

2、青岛高纳分红0.48亿元，青岛产业基地成效显著。

21H1 公司营业利润 2.08 亿元 (+52.48%)，主要原因是联营企业青岛高纳分红 0.48 亿元致投资收益同比增加 0.49 亿元，**该分红具有可持续性**。公司直接持有青岛高纳 10% 股权，联营企业青岛钢研（公司与钢研大慧各持有其 50% 股权，公司持有钢研大慧 5% 股权）持有青岛高纳 90% 股权。青岛高纳主要承担青岛产业基地的立项、建设、运营任务，而青岛产业基地旨在**解决科研试制与批产相互影响、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以及布局高温合金领域内的先进材料、工艺方向以及应用急需的特种实验平台等问题**，基地项目包括**铝镁钛轻质合金精铸件项目（年产铝镁钛航空熔模铸件 187.5 吨）、高温合金精铸件扩产项目（年产航空高温合金精密铸件 950 台/套）**，项目的实施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，提升公司综合实力，形成新的利润增长点。

3、铸造和变形高温合金毛利率下滑，新型高温合金发展良好。

21H1 铸造高温合金收入 5.15 亿元 (+20.30%)，毛利率 30.28% (-7.03pct)；变形高温合金收入 1.98 亿元 (+8.68%)，毛利率 21.50% (-6.63pct)；新型高温合金收入 1.14 亿元 (+106.50%)，毛利率 59.89% (+17.37pct)。综合毛利率 32.34% (-3.04pct)，主要是铸造、变形高温合金毛利率下滑所致。**新型高温合金发展势头良好，收入规模翻倍有余，规模效应显现，毛利率大幅改善。**

4、公司是国内航空发动机高温合金材料及制品核心供应商，将受益于航发集团主机厂各型号放量。

1) **材料端**，新型军机加速列装+存量军机换发周期缩短+新型号发动机中高温合金价值量提升+高温合金自主可控需求迫切，四重因素催生国内高温合金确定性高增长。2) **制品端**，主机厂盘环件、铸锻件等关重件业务饱和，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铸锻件外协商，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。考虑到青岛产业基地和新型高温合金业务超预期，将2021-2023年营收由19.41/24.42/31.27亿元调整为20.61/26.90/34.68亿元，归母净利润由2.76/3.59/4.77亿元调整为3.46/4.50/5.88亿元，EPS为0.71/0.93/1.21元，对应PE为61/47/36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	2,061	2,690	3,468
YoY (%)	62.1%	9.6%	30.1%	30.5%	28.9%
归母净利润(百万元)	156	204	346	450	588
YoY (%)	45.8%	30.8%	70.0%	29.9%	30.8%
毛利率 (%)	29.9%	34.6%	33.5%	34.3%	35.0%
每股收益 (元)	0.32	0.42	0.71	0.93	1.21
ROE	7.6%	9.1%	13.1%	14.2%	15.4%
市盈率	134.59	102.91	60.53	46.61	35.65

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	2,061	2,690	3,468	净利润	246	419	544	711
YoY(%)	9.6%	30.1%	30.5%	28.9%	折旧和摊销	72	53	53	53
营业成本	1,036	1,371	1,766	2,253	营运资金变动	-26	-276	-316	-380
营业税金及附加	14	19	24	31	经营活动现金流	304	108	166	234
销售费用	18	25	32	42	资本开支	-222	-105	-113	-113
管理费用	142	175	242	312	投资	-23	-25	-25	-25
财务费用	7	3	3	1	投资活动现金流	-246	-29	-6	33
资产减值损失	-5	-5	-5	-5	股权募资	4	0	0	0
投资收益	0	103	134	173	债务募资	277	80	50	50
营业利润	292	475	617	807	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	147	194	298
利润总额	280	476	618	808	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	34	57	74	97	成长能力				
净利润	246	419	544	711	营业收入增长率	9.6%	30.1%	30.5%	28.9%
归属于母公司净利润	204	346	450	588	净利润增长率	30.8%	70.0%	29.9%	30.8%
YoY(%)	30.8%	70.0%	29.9%	30.8%	盈利能力				
每股收益	0.42	0.71	0.93	1.21	毛利率	34.6%	33.5%	34.3%	35.0%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	15.5%	20.3%	20.2%	20.5%
货币资金	352	499	693	990	总资产收益率 ROA	5.5%	7.8%	8.2%	8.8%
预付款项	39	40	51	65	净资产收益率 ROE	9.1%	13.1%	14.2%	15.4%
存货	592	751	968	1,235	偿债能力				
其他流动资产	1,282	1,615	2,040	2,555	流动比率	2.01	2.11	2.18	2.26
流动资产合计	2,264	2,905	3,752	4,846	速动比率	1.39	1.47	1.52	1.58
长期股权投资	127	147	167	187	现金比率	0.31	0.36	0.40	0.46
固定资产	533	556	595	650	资产负债率	34.8%	35.5%	36.2%	36.4%
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	0.46	0.49	0.52
资产合计	3,682	4,450	5,451	6,714	每股指标 (元)				
短期借款	120	150	150	150	每股收益	0.42	0.71	0.93	1.21
应付账款及票据	721	845	1,089	1,389	每股净资产	4.63	5.44	6.50	7.87
其他流动负债	285	383	482	603	每股经营现金流	0.63	0.22	0.34	0.48
流动负债合计	1,126	1,378	1,720	2,142	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	102.91	60.53	46.61	35.65
非流动负债合计	154	204	254	304	PB	7.77	7.93	6.64	5.48
负债合计	1,280	1,582	1,974	2,445					
股本	470	470	470	470					
少数股东权益	152	225	319	443					
股东权益合计	2,402	2,869	3,477	4,268					
负债和股东权益合计	3,682	4,450	5,451	6,714					

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。

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。