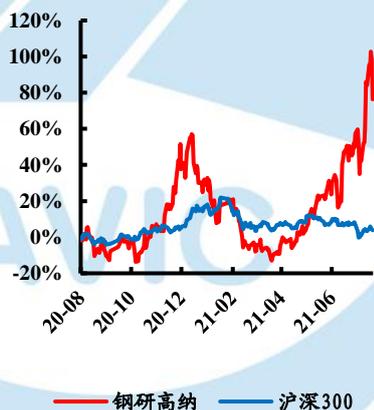


公司投资评级	买入
当前股价(2021.8.13)	43.12
目标价格	52.00

基础数据 (2021.8.13)

上证指数	3516.30
总股本(亿股)	4.86
流通 A 股(亿股)	4.34
资产负债率(2021H1)	34.59%
ROE(2021H1 摊薄)	6.61%
PE (TTM)	72.00
PB (LF)	7.87

公司近一年与沪深 300 走势对比图


资料来源: wind, 中航证券研究所

➤ **事件:** 公司 8 月 13 日公告, 2021H1 营业收入 8.30 亿元 (+24.12%), 归母净利润 1.76 亿元 (+98.19%), 扣非归母净利润 1.60 亿元 (+70.49%), 毛利率 32.34% (-3.04pcts), 净利率 22.97% (+7.31pcts)。

➤ **投资要点:**

● **新型合金制品放量, 毛利率显著提升, 成为公司业务增长点**

2021H1, 公司营业收入 8.30 亿元 (+24.12%), 归母净利润 1.76 亿元 (+98.19%), 扣非归母净利润 1.60 亿元 (+70.49%), 为近五年同期新高; 毛利率 32.34% (-3.04pcts), 出现小幅度下滑; 营业利润率 25.10% (+4.67pcts), 其中影响较大的为本期投资净收益 0.48 亿元, 如剔除该因素影响, 营业利润率为 19.32% (-1.20pcts), 小幅下滑。净利率 22.97% (+7.31pcts), 提升至历史最佳水平, 主要为管理费用率降低及本期投资净收益 (占销售收入百分比为 5.78%) 大幅上涨所致。

报告期内, 公司收入和毛利润仍主要来自于**铸造高温合金制品, 该部分营收稳健增长, 但毛利率出现一定幅度的下滑**。2021H1, 公司铸造高温合金制品营业收入 5.15 亿元 (+20.30%), 营收占比 62.25% (-1.75pcts), 毛利润占比 58.08% (-9.40pcts), 毛利率 30.28% (-7.03pcts)。公司铸造高温合金产品主要包括航空航天用铸造高温合金母合金及精铸件, 用于制造航空航天发动机、舰船发动机、燃气轮机等热端部件。此外, 上市公司子公司河北德凯、青岛新力通分别从事轻质合金精铸件、高温合金离心铸管及静态铸件的专业化生产; 其中, 新力通主营业务为民用领域铸造高温合金产品, 2021H1 实现营收 2.34 亿元 (+17.29%), 净利润 0.28 亿元 (-24.12%), 净利润下滑较为明显, 主要是受疫情影响, 一定程度拉低了板块的毛利率, 我们认为随着全球疫情的恢复, 公司民品业务有望好转。2021 年 3 月, 公司将铸造高温合金制品事业部划转至公司河北德凯, 河北德凯 2021H1 营收 1.89 亿元 (+207.30%), 净利润 0.38 亿元 (+157.09%)。

在变形高温合金方面, 公司实现营业收入 1.98 亿元 (+8.68pcts), 营收占比 23.97% (-3.31pcts), 毛利润占比 15.88% (-5.81pcts), 毛利率 21.50% (-6.63pcts), 出现一定幅度下滑。公司**承担 75% 以上国家层面变形高温合金研发项目, 科研实力较强**, 但由于公司在变形高温合金生产能力不足, 产品中存在部分外协加工环节, 或将导致毛利率偏低。随着公司生产线能力实现上下游延伸, 产品放量后规模效应将逐步显现, 毛利率有较大的提升空间。

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

新型合金制品放量，毛利率显著提升，营收占比及毛利润占比升高，成为公司业务增长点。报告期内，新型合金制营业收入 1.14 亿元（+106.50%），营收占比 13.78%（+5.53pcts），毛利润占比 25.42%（+15.51pcts），毛利率 59.89%（+17.37pcts），提升较为明显。公司是粉末高温合金领域的重要研发和生产基地，粉末高温合金市场需求快速增长，型号需求开始放量，报告期内，FGH97 高压涡轮盘在某盘件国产化招标中竞标第一。

2021H1，公司销售费用率 1.51%（+0.17pcts），相对平稳；管理费用率 8.12%（-1.24pcts），规模效应显现；财务费用率 0.67%（+0.22pcts）。研发投入 0.53 亿元，同比增长 50.83%，公司加大自主研发，进一步提升企业技术的竞争力。

报告期内，公司合同负债 0.67 亿元（+20.18%），存货 8.58 亿元（+45.03%），均为历史最高。公司生产模式为订单生产，合同负债及存货规模增加表明公司在执行订单增加，未来有望结转至利润表增厚公司业绩。公司应收账款及存货占总资产比重合计 37.13%，同比增加 8.89%，对经营性现金流造成了一定压力，报告期内，公司经营性现金流为-2.14 亿元（-32895.98%），随着应收账款回收、存货结转至收入，公司经营现金流将得到改善。

● 军工高景气度叠加高温合金国产化率提升，市场有望打开高增长。

高温合金属于国家战略性高端产品，主要应用于航空、航天、舰船、电力、石化、冶金等领域。在航空航天领域，高温合金是制造发动机热端部件的重要材料，其主要应用于发动机涡轮叶片、涡轮盘、燃烧室、导向器及部分机匣和封严件。在先进的航空发动机中，高温合金部件占发动机总重量的 40%-60%以上，发动机的性能水平在很大程度上取决于高温合金材料的性能水平。随着军工下游需求的放量，高温合金需求也将随之增长。

中国高温合金的发展密切结合我国航空和航天发动机的研究，经过六十多年的发展，中国已成为美、英、俄以外，世界上第四个具有自己高温合金体系的国家。总体来看我国高温合金产品在向更高的工作温度和强度等方面进步，但与国外先进水平相比，仍然面临材料制造工艺和性能、产品成材率、配套设备等方面的差距，仍有一部分航空航天用高温合金依赖进口。

公司是我国高温合金及轻质合金领域技术水平最为先进、生产种类最为齐全的企业之一，是国内航空、航天、兵器、舰船和核电等行业重要的研发生产基地。自 1958 年以来，公司共研制各类高温合金 120 余种。其中，变形高温合金 90 余种，粉末高温合金 10 余种，均占全国该类型合金 80%以上。最新出版《中国高温合金手册》收录的 201 个牌号中，公司及其前身牵头研发 114 种，占总牌号数量的 56%。

公司作为高端和新型高温合金制品生产规模最大的企业之一，在高温合金母合金、高温合金及轻质合金铸造、变形高温合金、粉末高温合金、ODS 合金等多个领域均有覆盖，产品型号涉及数十个型号，数千个件号，在高温合金行业内，公司产品的研发能力、工程化能力及产品种类覆盖面均处于一定的领先地位。未来三到五年，国内航空、航天市场及相关产业链将处于较为快速的发展阶段，军工高景气带来需求增加叠加高温合金国产化率提高，市场空间将大幅扩容，公司有望迎来高速发展期。

● 控股股东持续增资加强能力建设，股权激励助力企业长远发展

2021 年 3 月，公司向控股股东中国钢研定增 3 亿元，用于补充流动资金。随着公司业务规模的扩大，各业务单元生产线技改、扩产、精益生产管控能力改善等需求增加，本轮定增将有助于提升行业发展趋势的应变能力，把握市场时机，抓住下游客户对新型批产型号开辟流水的窗口机遇，扩大市场份额，在生产、技术研发以及市场拓展等环节，加强能力建设，提高综合竞争力。公司于 2019 年 3 月进行股权激励，有效期 5 年。2021 年 7 月公告首次授予的限制性股票第一个解除限售期解除限售条件已达成。核心员工利益深度绑定，将较好激发员工活力，为企业快速发展打下坚实基础。

➤ **投资建议:**

1. 公司归母净利润同比增长 98.19%，铸造高温合金、变形高温合金营业收入稳健增长；新型合金制品放量，毛利率显著提升，营收占比及毛利润占比升高，有望成为公司业务增长点；
2. 公司作为高端和新型高温合金制品生产规模最大的企业之一在高温合金行业内，公司产品的研发能力、工程化能力及产品种类覆盖面均处于一定的领先地位。未来三到五年，国内航空、航天市场及相关产业链将处于较为快速的发展阶段，军工高景气带来需求增加叠加高温合金国产化率提高，市场空间将极大扩容，公司有望迎来高速发展期；
3. 控股股东增资加强能力建设，扩产持续推进；股权激励绑定核心员工，核心员工与企业利益一致，助力企业提升竞争力。

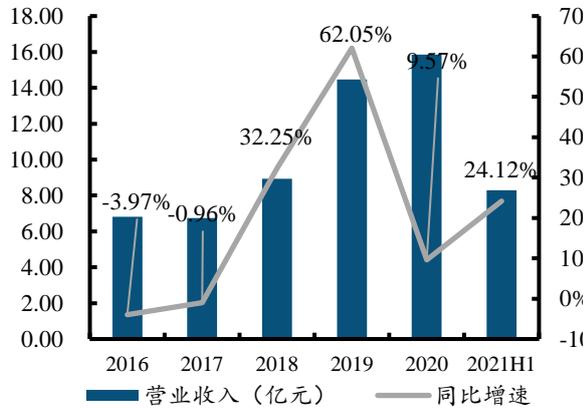
基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 21.28 亿元、27.72 亿元和 34.75 亿元，归母净利润分别为 2.96 亿元、3.95 亿元及 5.33 亿元，EPS 分别为 0.60 元、0.80 元、1.08 元，我们给予目标价格 52.00 元，分别对应 85 倍、64 倍及 47 倍 PE。

风险提示：募投项目推进不及预期；军品放量进度不及预期；疫情对民品业务持续冲击等。

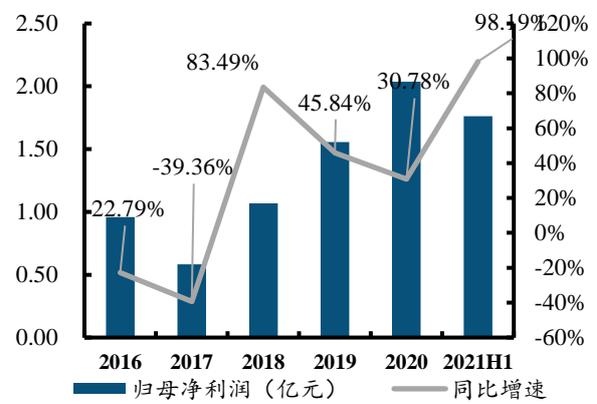
➤ **盈利预测:**

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1446.46	1584.95	2127.70	2771.84	3474.62
增长率	62.05%	9.57%	34.24%	30.27%	25.35%
归属母公司股东净利润	155.73	203.66	295.57	394.97	533.25
增长率	45.84%	30.78%	45.13%	33.63%	35.01%
每股收益 (EPS)	0.33	0.43	0.60	0.80	1.08

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


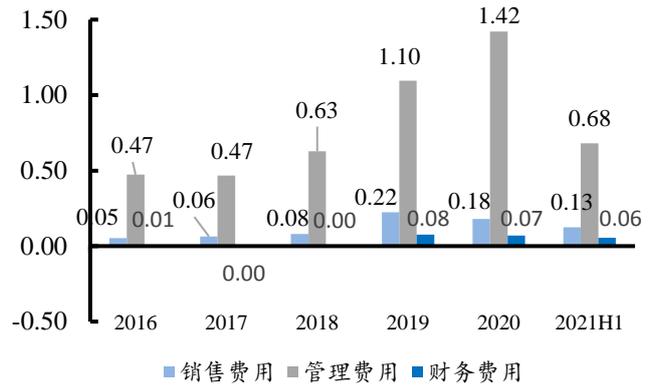
资料来源: wind, 中航证券研究所

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

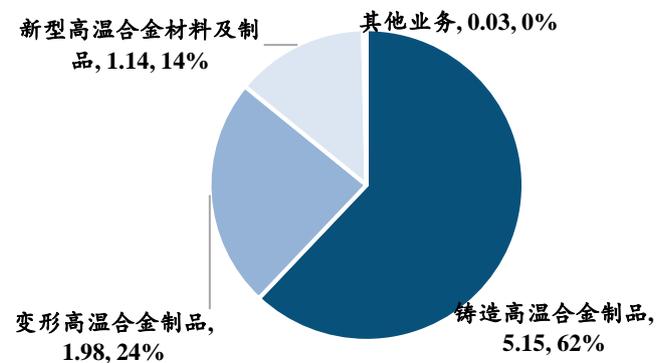

资料来源: wind, 中航证券研究所

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	1584.95	2127.70	2771.84	3474.62
减: 营业成本	1036.50	1392.31	1777.66	2187.88
营业税金及附加	13.85	20.09	25.59	32.04
销售费用	18.05	26.29	34.80	42.71
管理费用	235.88	255.32	339.55	421.30
财务费用	7.01	23.66	41.76	47.50
资产减值损失	-5.08	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-0.11	5.00	4.00	3.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	291.71	415.02	556.47	746.18
加: 其他非经营损益	-11.61	-7.69	-8.83	-9.30
利润总额	280.10	407.33	547.64	736.88
减: 所得税	33.70	50.31	67.61	90.60
净利润	246.41	357.02	480.03	646.28
减: 少数股东损益	42.74	61.46	85.06	113.03
归属母公司股东净利润	203.66	295.57	394.97	533.25
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	351.70	531.92	692.96	868.65
应收和预付款项	1213.58	1840.75	2408.78	3036.41
存货	591.88	795.59	996.69	1249.60
其他流动资产	107.21	12.93	18.95	22.88
长期股权投资	127.27	127.27	127.27	127.27
投资性房地产	38.09	19.04	22.22	23.80
固定资产和在建工程	626.58	544.80	458.33	370.55
无形资产和开发支出	513.84	509.44	505.05	500.65
其他非流动资产	111.98	119.41	126.14	132.15
资产总计	3682.13	4501.16	5356.39	6331.98
短期借款	120.11	902.74	946.73	1207.84
应付和预收款项	769.80	543.46	895.23	1025.07
长期借款	50.35	50.35	50.35	50.35
其他负债	339.54	296.06	382.35	463.49
负债合计	1279.79	1792.61	2274.66	2746.75
股本	469.86	495.50	495.50	495.50
资本公积	943.35	943.35	943.35	943.35
留存收益	912.97	1134.91	1423.03	1813.49
归属母公司股东权益	2249.96	2494.72	2782.84	3173.30
少数股东权益	152.38	213.83	298.90	411.93
股东权益合计	2402.34	2708.55	3081.73	3585.23
负债和股东权益合计	3682.13	4501.16	5356.39	6331.98
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	304.22	-553.92	259.83	98.46
投资活动现金流净额	-246.23	9.04	-14.17	-13.59
筹资活动现金流净额	5.26	725.10	-84.62	90.82
现金流量净额	63.28	180.22	161.04	175.69

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: S0640520040001, 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。