

公司点评

钢研高纳 (300034)

国防军工 | 航天装备

新型合金业务增长迅速, 公司未来业绩可期

2021年08月16日

评级 谨慎推荐

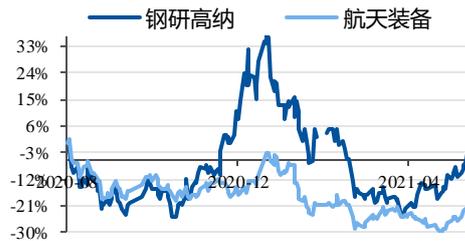
评级变动 维持

合理区间 40.15-46.72 元

交易数据

当前价格 (元)	43.15
52 周价格区间 (元)	21.03-50.33
总市值 (百万)	20959.28
流通市值 (百万)	18544.84
总股本 (万股)	48606.87
流通股 (万股)	43007.51

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
钢研高纳	24.17	72.60	60.22
航天装备	11.56	24.10	39.89

何晨

执业证书编号: S0530513080001  
hechen@cfzq.com

张看

zhangkan@cfzq.com

分析师

0731-84779574

研究助理

相关报告

1 《军工行业 2021 年 8 月报: 关注飞机、航空发动机与导弹产业链》 2021-08-06

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	1446.46	1584.95	2218.93	2995.56	3894.23
净利润 (百万元)	155.73	203.66	273.01	356.45	438.28
每股收益 (元)	0.32	0.42	0.56	0.73	0.90
每股净资产 (元)	4.23	4.63	5.02	5.54	6.17
P/E	134.59	102.91	76.77	58.80	47.82
P/B	10.19	9.32	8.59	7.79	6.99

资料来源: wind, 财信证券

投资要点:

- ▶ **事件:** 钢研高纳披露 2021 年半年度报告。2021 年上半年, 公司实现营业收入 8.30 亿元, 同比增长 24.12%; 实现归母净利润 1.76 亿元, 同比增长 98.19%, 扣非归母净利润 1.60 亿元, 同比增长 70.49%。
- ▶ **公司单季度净利润创新高。**分季看, 公司第二季度实现营收 4.80 亿元, 同比增长 13.21%, 环比增长 37.14%; 实现归母净利润 1.21 亿元, 同比增长 98.36%, 环比增长 116.07%, 公司单季度净利润创新高。
- ▶ **新型高温合金业务与投资收益带动公司利润增长。**公司利润增长的主要原因为毛利率较高的新型合金制品放量与公司联营企业分红形成投资收益 4797.11 万元。分产品看, 报告期内公司铸造高温合金实现营收 5.15 亿元, 同比增长 20.30%, 变形高温合金实现营收 1.98 亿元, 同比增长 21.50%, 新型高温合金实现营收 1.14 亿元, 同比增长 106.50%。公司整体毛利率为 32.34%, 其中新型高温合金的毛利率为 59.89% (同比增长 17.37pcts), 而传统铸造合金制品与变形合金制品的毛利率仅为 30.28%、21.50%。公司是我国新型高温合金领域的重要研发和生产基地, 我国新型高温合金市场受益于航空航天型号放量与大型发电企业需求的快速增长, 预计公司新型高温合金业务未来三年复合增长率超 30%, 公司盈利能力有望进一步提升。
- ▶ **高研发与扩产, 公司未来业绩可期。**报告期内, 公司研发投入为 0.53 亿元, 同比增长 50.83%, 主要系公司加大各种合金材料自主研发力度所致。公司在建工程 1.44 亿, 较年初增加 53.91%, 主要系青岛基建项目投入增加所致, 且公司青岛产业基地以及新力通新厂项目进度均达到了 90%。公司应收账款为 7.68 亿元, 较年初增长 71.43%, 主要系公司销售规模扩大所致。公司预付款项 0.52 亿元, 较年初增长 33.33%, 主要系公司目前订单量增加并向上游采购增多所致。公司通过扩产实现规模经济降低成本, 同时不断加大高温合金材料研发投入, 巩固高端领域市场, 未来公司业绩有望进一步增长。
- ▶ **盈利预测及评级。**预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 22.19、29.96、38.94 亿元, 归母净利润分别为 2.73、3.56、4.38 亿元, EPS 分别为 0.56、0.73、0.90 元。参考图南股份、西部超导、抚顺特钢等可比公司 2022 年平均 PE 估值为 48 倍, 考虑到公司在高端高温合金领域市占率超

80%，且利润水平较高有望进一步放量，给予公司 2022 年 55-64 倍 PE 估值，对应合理价格区间约为 40.15-46.72 元，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**产品研发不及预期；市场需求不及预期；疫情反复。

**财务预测摘要**

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1446.46</b>	<b>1584.95</b>	<b>2218.93</b>	<b>2995.56</b>	<b>3894.23</b>	<b>收益率</b>					
减:营业成本	1014.06	1036.50	1410.16	1942.59	2582.97	毛利率	29.89%	34.60%	36.45%	35.15%	33.67%
营业税金及附加	13.87	13.85	19.39	26.18	34.04	三费/销售收入	13.74%	16.02%	14.11%	14.10%	14.06%
营业费用	22.40	18.05	25.42	32.84	41.53	EBIT/销售收入	11.11%	12.88%	24.79%	24.16%	23.18%
管理费用	109.55	142.16	156.34	212.43	275.52	EBITDA/销售收入	15.34%	17.41%	30.63%	28.49%	27.70%
研发费用	66.77	93.71	131.20	177.12	230.25	销售净利率	9.85%	11.57%	16.04%	15.51%	14.67%
财务费用	7.52	7.01	4.91	4.91	4.91	<b>资产获利率</b>					
资产减值损失	-4.83	-5.08	1.18	1.18	1.18	ROE	7.57%	9.05%	11.18%	13.25%	14.62%
加:投资收益	-7.98	-0.11	0.00	0.00	0.00	ROA	5.04%	5.55%	13.58%	14.33%	13.90%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	7.13%	8.07%	19.07%	23.14%	23.13%
其他经营损益	-71.60	-98.79	-67.67	-67.67	-67.67	<b>增长率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>204.32</b>	<b>273.55</b>	<b>471.51</b>	<b>599.49</b>	<b>725.01</b>	销售收入增长率	62.05%	9.57%	40.00%	35.00%	30.00%
加:其他非经营损益	15.64	17.35	16.11	16.11	16.11	EBIT 增长率	53.82%	27.07%	169.33%	31.62%	24.68%
<b>利润总额</b>	<b>219.95</b>	<b>290.90</b>	<b>487.62</b>	<b>615.60</b>	<b>741.12</b>	EBITDA 增长率	52.36%	24.32%	146.32%	25.59%	26.40%
减:所得税	10.73	13.75	62.82	82.01	100.84	净利润增长率	48.99%	28.77%	94.05%	30.56%	22.96%
<b>净利润</b>	<b>209.23</b>	<b>277.15</b>	<b>424.80</b>	<b>533.59</b>	<b>640.28</b>	总资产增长率	23.29%	15.57%	10.02%	24.69%	28.53%
减:少数股东损益	38.89	42.74	82.94	108.29	133.15	股东权益增长率	14.54%	9.41%	8.50%	10.23%	11.41%
<b>归属母公司股东净利</b>	<b>155.73</b>	<b>203.66</b>	<b>273.01</b>	<b>356.45</b>	<b>438.28</b>	经营营运资本增长率	20.50%	-2.04%	36.27%	29.88%	45.38%
<b>资产负债表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资本结构</b>					
货币资金	312.52	351.70	348.84	299.56	389.42	资产负债率	31.50%	34.76%	31.95%	34.83%	39.25%
应收和预付款项	1206.61	1213.58	1499.45	1930.85	2490.96	投资资本/总资产	67.94%	64.63%	64.18%	64.48%	64.75%
其他应收款(合计)	5.54	20.56	2.90	5.54	20.56	带息债务/总负债	14.96%	13.32%	3.89%	12.65%	28.61%
存货	486.62	591.88	960.46	1177.99	1665.40	流动比率	2.22	2.01	2.27	2.00	1.83
其他流动资产	2.21	13.24	13.24	13.24	13.24	速动比率	1.68	1.47	1.49	1.31	1.15
长期股权投资	115.06	127.27	127.27	127.27	127.27	股利支付率	34.60%	27.64%	29.97%	29.97%	29.97%
金融资产投资	15.00	0.00	15.00	15.00	0.00	收益留存率	0.65	0.72	0.70	0.70	0.70
投资性房地产	0.00	38.09	33.71	29.34	24.96	<b>资产管理效率</b>					
固定资产和在建工程	572.53	626.58	529.82	963.06	1293.29	总资产周转率	0.45	0.43	0.55	0.59	0.60
无形资产和开发支出	438.54	513.84	491.70	469.56	447.42	固定资产周转率	2.57	2.97	4.19	6.92	4.79
其他非流动资产	152.05	239.25	125.15	305.37	106.66	应收账款周转率	1.24	1.36	1.55	1.63	1.64
<b>资产总计</b>	<b>3186.08</b>	<b>3682.13</b>	<b>4051.01</b>	<b>5051.05</b>	<b>6492.16</b>	存货周转率	2.08	1.75	1.47	1.65	1.55
短期借款	150.15	120.11	0.00	172.18	678.71	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT	160.70	204.20	549.97	723.87	902.52
应付和预收款项	752.94	958.97	1199.67	1492.67	1774.67	EBITDA	221.92	275.90	679.59	853.49	1078.80
长期借款	0.00	50.35	50.35	50.35	50.35	NOPLAT	135.55	174.66	453.78	601.60	753.45
其他负债	250.72	270.47	44.14	216.32	722.85	净利润	155.73	203.66	273.01	356.45	438.28
<b>负债合计</b>	<b>1003.66</b>	<b>1279.79</b>	<b>1294.16</b>	<b>1759.34</b>	<b>2547.87</b>	EPS	0.320	0.419	0.562	0.733	0.902
股本	469.34	469.86	469.86	469.86	469.86	BPS	4.231	4.629	5.022	5.536	6.167
资本公积	821.55	864.31	864.31	864.31	864.31	PE	134.59	102.91	76.77	58.80	47.82
留存收益	765.60	915.79	1106.98	1356.60	1663.52	PEG	4.23	3.54	2.25	1.92	2.08
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2056.49</b>	<b>2249.96</b>	<b>2441.15</b>	<b>2690.77</b>	<b>2997.69</b>	PB	10.19	9.32	8.59	7.79	6.99
少数股东权益	125.93	152.38	235.32	343.61	476.77	PS	14.49	13.22	9.45	7.00	5.38
<b>股东权益合计</b>	<b>2182.42</b>	<b>2402.34</b>	<b>2676.47</b>	<b>3034.38</b>	<b>3474.45</b>	PCF	194.31	68.90	110.71	52.16	105.46
负债和股东权益合计	3186.08	3682.13	3970.63	4793.72	6022.32	EV/EBIT	126.61	99.85	37.13	28.77	23.78
<b>现金流量表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EV/EBITDA	91.68	73.90	30.05	24.40	19.90
经营性现金净流量	107.87	304.22	189.32	401.85	198.74	EV/NOPLAT	150.10	116.74	45.00	34.62	28.49
投资性现金净流量	-100.61	-246.23	13.69	-516.31	-466.31	EV/IC	9.40	8.57	7.85	6.39	5.11
筹资性现金净流量	182.04	5.26	-205.88	65.17	357.43	ROIC-WACC	7.13%	8.07%	19.07%	23.14%	23.13%
<b>现金流量净额</b>	<b>189.29</b>	<b>63.28</b>	<b>-2.86</b>	<b>-49.28</b>	<b>89.87</b>	股息率	0.003	0.003	0.004	0.005	0.006

资料来源: Wind, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438