

业绩超预期，存货大增，进一步确认增长拐点

事件：8月13日公司发布2021年中报，实现营收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%）。

核心观点

- **连续3个季度业绩高速增长，进一步确认增长拐点。**公司中报业绩表现超预期，其中Q2单季度实现营收4.80亿元，归母净利润1.21亿元（+98.84%），增速较Q1进一步提升。这是自20Q4以来连续3个季度实现90%以上增长，公司作为底蕴最为雄厚的发动机零部件平台型公司，已经逐步证明了其从研究型单位向产业化转型高效执行力。
- **新型合金毛利率大幅提升，铸造及变形合金毛利率略降，投资收益有效增厚净利润。**分业务看：铸造合金收入5.15亿元，同比增长20.3%，毛利率下降7.03pct；变形合金收入1.98亿元，同比增长8.68%，毛利率下降6.63pct，新型合金收入1.14亿元，同比增长106.5%，毛利率提升17.37pct。铸造合金收入近半来自新力通民品业务，毛利率下降或与原材料价格上涨有关。新型合金毛利率提升或与产品销售规模扩增，固定成本摊薄有关。
- **存货及预付款同比分别大幅增长53%和189%，生产备货充分。**公司期末存货8.58亿元（+53%），其中原材料1.46亿元（+49%），在产品3.53亿元（+53%），库存品3.51亿元（+52%），且库存品中已发出商品占2.49亿元。公司期末预付款5221万元，同比大增189%，上述前瞻性指标的大幅向好，我们认为有望体现为公司在今后季度的收入确认加速。
- **发动机零部件平台型企业，充分受益行业景气上行。**公司不断实现型号和零部件品类的拓展，已逐步形成发动机高温合金零部件的平台型企业。在航发产业景气度持续上行的基础上，公司有望充分享受国产替代、单机价值量提升和航发集团外协扩张的红利。

财务预测与投资建议

- 考虑到新型合金的高增长以及投资收益对业绩的增厚，上调公司21-23年每股收益为0.71、0.98、1.36元（原为0.60、0.84、1.14），参照可比公司平均估值，给予公司21年68倍估值，对应目标价48.28元，维持买入评级。

风险提示

产品交付及销售确认不及预期；产品价格下降风险

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,446	1,585	2,212	2,993	4,056
同比增长(%)	62.1%	9.6%	39.5%	35.3%	35.5%
营业利润(百万元)	222	292	454	619	844
同比增长(%)	62.3%	31.6%	55.5%	36.4%	36.5%
归属母公司净利润(百万元)	156	204	344	477	661
同比增长(%)	45.8%	30.8%	68.7%	38.8%	38.7%
每股收益(元)	0.32	0.42	0.71	0.98	1.36
毛利率(%)	29.9%	34.6%	33.4%	35.5%	36.8%
净利率(%)	10.8%	12.8%	15.5%	15.9%	16.3%
净资产收益率(%)	8.1%	9.5%	13.3%	15.4%	18.6%
市盈率	69.3	53.0	31.4	22.6	16.3
市净率	5.2	4.8	3.7	3.3	2.8

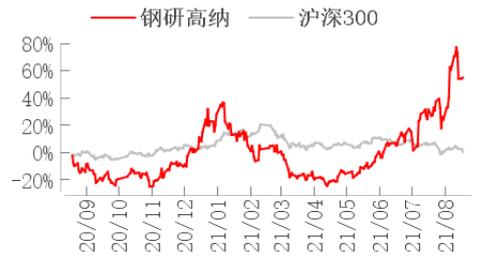
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年08月17日)	43.4元
目标价格	48.28元
52周最高价/最低价	50.33/20.1元
总股本/流通A股(万股)	48,607/43,383
A股市值(百万元)	21,095
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2021年08月18日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-12.45	17.93	72.56	55.08
相对表现	-9.02	26	82.52	53.59
沪深300	-3.43	-8.07	-9.96	1.49



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 王天一
021-63325888*6126
wangtianyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120021

证券分析师 罗楠
021-63325888*4036
luonan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518100001

证券分析师 冯函
021-63325888*2900
fenghan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070002

联系人 丁昊
dinghao@orientsec.com.cn

相关报告

业绩稳步兑现，高温合金龙头进入发展快车 2021-04-26
道：——年报&一季报点评
定增加码航发产业布局，大股东全额认购 2020-11-16

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附：可比公司最新估值

表 1：钢研高纳可比上市公司估值

公司	代码	最新价格（元） 2021/8/18	每股收益（元）				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
航发动力	600893	63.20	0.43	0.57	0.71	0.88	147.01	111.58	89.38	71.77
抚顺特钢	600399	24.40	0.28	0.43	0.57	0.73	87.24	56.73	42.92	33.35
应流股份	603308	23.92	0.30	0.44	0.59	0.80	81.06	54.36	40.54	29.90
图南股份	300855	57.60	0.55	0.88	1.17	1.59	105.61	65.60	49.44	36.29
航亚科技	688510	27.58	0.23	0.34	0.45	0.62	118.98	80.97	60.91	44.54
	调整后平均						103.94	67.77	51.09	38.06

注：“调整后”为去掉最高、最低估值后的平均估值水平

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	313	352	622	599	811	营业收入	1,446	1,585	2,212	2,993	4,056
应收票据、账款及款项融资	1,168	1,194	1,632	2,208	2,993	营业成本	1,014	1,036	1,473	1,930	2,563
预付账款	18	39	58	78	106	营业税金及附加	14	14	19	26	35
存货	487	592	841	1,102	1,464	营业费用	22	18	25	33	45
其他	23	88	45	32	40	管理费用及研发费用	176	236	323	435	583
流动资产合计	2,008	2,264	3,198	4,019	5,414	财务费用	8	7	5	6	21
长期股权投资	115	127	111	111	111	资产、信用减值损失	(4)	11	10	14	18
固定资产	563	533	595	695	755	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	9	93	31	0	0	投资净收益	(8)	(0)	49	41	25
无形资产	118	175	171	166	162	其他	14	29	47	28	28
其他	372	489	340	337	334	营业利润	222	292	454	619	844
非流动资产合计	1,178	1,418	1,247	1,309	1,362	营业外收入	4	2	0	0	0
资产总计	3,186	3,682	4,444	5,328	6,776	营业外支出	2	14	0	0	0
短期借款	150	120	72	194	599	利润总额	224	280	454	619	844
应付票据及应付账款	571	721	1,024	1,342	1,782	所得税	29	34	57	77	106
其他	182	285	76	81	89	净利润	195	246	397	541	739
流动负债合计	903	1,126	1,172	1,617	2,470	少数股东损益	39	43	53	64	77
长期借款	0	50	50	50	50	归属于母公司净利润	156	204	344	477	661
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.32	0.42	0.71	0.98	1.36
其他	101	103	103	103	103						
非流动负债合计	101	154	153	153	153	主要财务比率					
负债合计	1,004	1,280	1,325	1,771	2,623		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	126	152	206	270	348	成长能力					
实收资本(或股本)	469	470	486	486	486	营业收入	62.1%	9.6%	39.5%	35.3%	35.5%
资本公积	822	864	1,227	1,227	1,227	营业利润	62.3%	31.6%	55.5%	36.4%	36.5%
留存收益	766	913	1,200	1,574	2,092	归属于母公司净利润	45.8%	30.8%	68.7%	38.8%	38.7%
其他	0	3	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,182	2,402	3,119	3,557	4,153	毛利率	29.9%	34.6%	33.4%	35.5%	36.8%
负债和股东权益总计	3,186	3,682	4,444	5,328	6,776	净利率	10.8%	12.8%	15.5%	15.9%	16.3%
						ROE	8.1%	9.5%	13.3%	15.4%	18.6%
						ROIC	9.3%	10.7%	13.8%	15.5%	17.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	195	246	397	541	739	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	55	57	49	58	67	流动比率	2.22	2.01	2.73	2.48	2.19
财务费用	8	7	5	6	21	速动比率	1.67	1.48	2.01	1.80	1.60
投资损失	8	0	(49)	(41)	(25)	营运能力					
营运资金变动	(125)	48	(565)	(521)	(735)	应收账款周转率	3.1	3.4	4.1	4.1	4.1
其它	(32)	(54)	96	0	0	存货周转率	2.1	1.9	2.1	2.0	2.0
经营活动现金流	108	304	(68)	42	68	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
资本支出	(55)	(154)	(41)	(120)	(120)	每股指标(元)					
长期投资	(51)	(50)	55	0	0	每股收益	0.32	0.42	0.71	0.98	1.36
其他	6	(42)	58	41	25	每股经营现金流	0.23	0.65	-0.14	0.09	0.14
投资活动现金流	(101)	(246)	72	(79)	(95)	每股净资产	4.23	4.63	5.99	6.76	7.83
债权融资	(13)	46	(5)	0	0	估值比率					
股权融资	154	43	379	0	0	市盈率	69.3	53.0	31.4	22.6	16.3
其他	41	(84)	(109)	14	240	市净率	5.2	4.8	3.7	3.3	2.8
筹资活动现金流	182	5	266	14	240	EV/EBITDA	37.2	29.8	20.9	15.5	11.3
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	46.1	35.4	23.1	16.9	12.2
现金净增加额	189	63	270	(23)	213						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn