

公司投资评级	买入
当前股价(2021.8.20)	27.47
目标价格	30.42

基础数据 (2021.8.20)

上证指数	3427.33
总股本 (亿股)	19.72
流通 A 股 (亿股)	19.72
资产负债率 (2021H1)	44.33%
ROE (摊薄) (2021H1)	7.90%
PE (TTM)	67.8
PB (LF)	9.92

公司近一年与沪深 300 走势对比图



➤ **事件:** 公司 8 月 20 日公告, 2021H1 营业收入 37.69 亿元 (+21.29%), 归母净利润 4.31 亿元 (+135.21%), 扣非归母净利润 4.08 亿元 (+170.24%), 毛利率 20.52% (+3.53pcts), 净利率 11.44% (+5.54pcts)。

➤ 投资要点:

● “三高一特”产品持续发力, 降本增效有序推进, 盈利能力提升

2021H1, 公司营业收入 37.69 亿元 (+21.29%), 归母净利润 4.31 亿元 (+135.21%), 扣非归母净利润 4.08 亿元 (+170.24%), 业绩大幅增长, 净利润实现翻番。毛利率 20.52% (+3.53pcts), 净利率 11.44% (+5.54pcts), 提升至历史最佳水平, 公司盈利能力进一步提升。报告期内, 公司实现钢产量 38.25 万吨 (+18.93%), 实现钢材产量 30.78 万吨 (18.81%)。

公司中高端产品持续发力, 产品结构优化助力毛利率提升。报告期内, 公司高温合金、高强钢、高档工模具钢、特种冶炼不锈钢 (“三高一特”) 等重点品种接单 4.78 万吨, 同比提升 22%。其中高温合金 0.31 万吨, 产销平衡, 平均售价提升至 21.36 万元/吨 (不含税), 同比增加 9.2%。

提产提效, 降本增效。报告期内, 公司一方面持续推进产能建设, 另一方面围绕现有主机设备开展提产提效工作, 生产效率、交付水平明显提升。同时, 公司强化供应链管理, 克服原材料价格上涨的不利影响, 同时工艺降本取得显著效果。

存货及合同负债持续增加, 备货备产凸显下游需求旺盛。截至报告期末, 公司存货 18.70 亿元 (+17.96%), 合同负债 2.98 亿元 (+23.76%), 持续增长。公司采取以销定产的方式, 我们认为, 存货及合同负债维持高位, 未来转化至利润表将增厚业绩; 同时, 公司持续的备货备产, 也体现了下游行业的高景气度。

● 产能扩建稳步推进, 业绩提升紧随其后

近年来, 公司高端产品产能利用率始终保持较高水平, 为突破公司重点产品产能瓶颈, 公司于 2020 年 3 月及 2021 年 3 月分别公告投资 7.9 亿元/6.88 亿元, 进行重要生产项目产能提升。产能扩建项目中均质高强度大规格高温合金、超高强度钢工程化建设项目及锻造厂新建 70MN 快锻机技术改造工程, 将分别于 2022 年 6 月左右投产、2022 年初投入生产, 两者预计提升产能 4 万吨。高温合金、高强钢产

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

技术改造项目（1期）及锻造厂新建 22MN 精锻机生产线及附属设施将分别于 2022 年下半年、2023 年下半年陆续投入生产，两者预计提升产能 4.4 万吨。实林公司新建高合金小棒材生产线及附属设施预计 2022 年底完成，可提升产能 4 万吨。

随着产能逐步释放，公司产品供应能力提升，高技术含量产品比重增加，公司业绩也将随之迎来较大幅度的提升。

● **下游需求高景气叠加进口替代，市场大幅扩容；公司先发优势明显，行业地位稳固**

随着我国航空、航天及能源动力燃机领域快速发展，未来几年对大型运输机及大型客机发展过程中的高温合金、超高强度钢等原材料市场需求将持续增长。同时，公司所处的特钢行业仍有很多关键、核心部件，基础材料用钢尚未完全实现国产化，高端产品供给不足，进口依赖度依旧较高，需求量还存在很大的上升空间。下游需求的高景气叠加进口替代驱动，公司高端产品市场空间也将大幅提升。

公司是我国最早的特殊钢企业之一，拥有先进的冶金装备，长期承担国家大量特殊钢新材料的研发任务，拥有高温合金、超高强度钢、特种冶炼不锈钢、高档工模具钢、高档汽车钢、高速工具钢、钛合金、减速机、增速机行业用钢等八大类产品 5400 多个牌号特殊钢新材料的生产经验。公司自 2020 年初至今，扩产项目有条不紊推进，新增产能将于 2022 年陆续投产，可以较好匹配下游需求的增长。而高端特钢扩产投入大、周期长、准入门槛高，公司已取得了一定的先发优势。

截至 2020 年末，公司高温合金在航空航天市场占有率高达 80% 以上，超高强度钢在航空航天市场占有率高达 95% 以上，行业地位稳固；同时，公司研发投入专注于高端合金和特殊钢新材料研发及国产化替代，有助于持续提升技术水平，筑牢竞争壁垒。

➢ **投资建议：**

1. 公司归母净利润 4.31 亿元，同比增长+135.21%；中高端产品持续发力，产品结构优化；提产提效、降本增效成果显著，盈利能力进一步提升，净利率创历史新高；
2. 公司提升产能及产品质量的生产项目及技术改造项目稳步推进。未来，随着产能逐步释放，公司产品供应能力提升，高技术含量产品比重增加，公司业绩也有望随之迎来高增长；
3. 下游需求的高景气叠加进口替代驱动，公司高端产品市场空间将有望大幅提升。公司是我国最早的特殊钢企业之一，具备丰富的生产经验和技術积累，同时公司扩产已有序推进，具备一定的先发优势，公司在航空航天市场，高温合金、超高强度钢市占率较高，行业地位稳固。未来公司有望优先受益于下游需求放量。

基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 81.22 亿元、96.30 亿元和 110.68 亿元，归母净利润分别为 8.17 亿元、10.34 亿元及 13.57 亿元，EPS 分别为 0.41 元、0.52 元、0.69 元，我们给予目标价格 30.42 元，分别对应 73 倍、58 倍及 44 倍 PE。

风险提示：产能建设推进不及预期；军品放量进度不及预期；原材料价格波动风险等。

➢ **盈利预测：**

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5741.07	6272.49	8122.41	9630.06	11068.42
增长率	-1.82%	9.26%	29.49%	18.56%	14.94%
归属母公司股东净利润	302.03	551.61	816.51	1033.70	1357.03
增长率	-88.42%	82.64%	48.02%	26.60%	31.28%
每股收益 (EPS)	0.15	0.28	0.41	0.52	0.69

数据来源：WIND，中航证券研究所

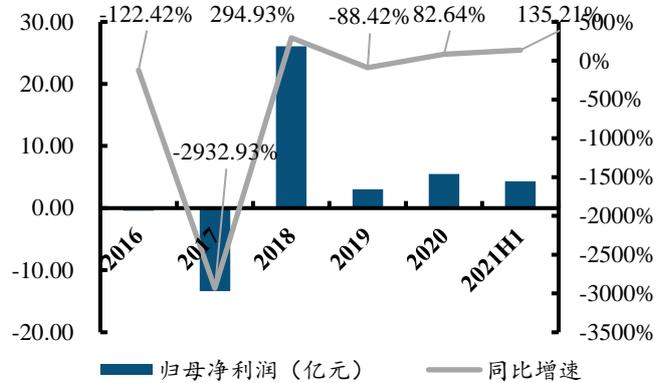
◆ 公司近 5 年及 21H1 主要财务数据

图 1: 公司近 5 年及 21H1 营业收入及增速情况



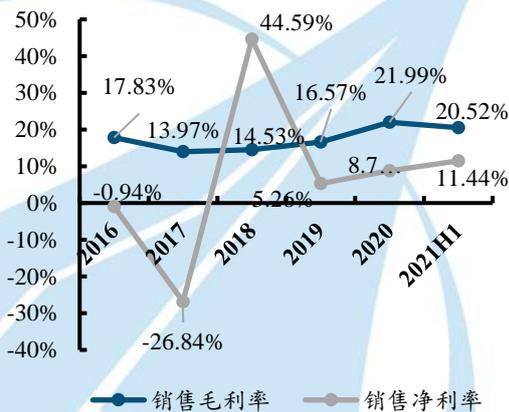
资料来源: wind, 中航证券研究所

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)



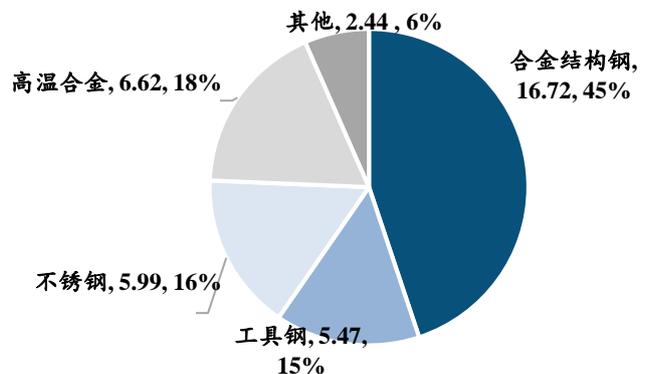
资料来源: wind, 中航证券研究所

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 钢材制造产品结构收入 (亿元) (收入为经营数据中销量*单价, 不含税)



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	6272.49	8122.41	9630.06	11068.42
减: 营业成本	4893.36	6236.41	7305.76	8310.77
营业税金及附加	76.02	95.95	114.27	131.61
销售费用	53.79	93.31	106.37	119.33
管理费用	577.91	649.79	770.40	885.47
财务费用	80.65	212.08	277.32	238.66
资产减值损失	-64.98	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	32.18	5.00	4.00	3.00
公允价值变动损益	9.18	9.76	10.52	10.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	587.96	849.63	1070.46	1395.63
加: 其他非经营损益	-37.30	-31.74	-35.17	-37.18
利润总额	550.66	817.89	1035.30	1358.45
减: 所得税	-0.95	1.38	1.60	1.42
净利润	551.61	816.51	1033.70	1357.03
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	551.61	816.51	1033.70	1357.03
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	861.28	2030.60	2407.51	2767.11
应收和预付款项	664.66	3597.27	4216.18	4934.28
存货	1585.97	2038.52	2406.89	2731.26
其他流动资产	1881.45	1090.47	1090.88	1091.07
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.40	0.20	0.23
固定资产和在建工程	3419.92	2775.52	2129.33	1482.39
无形资产和开发支出	783.05	761.37	739.69	718.02
其他非流动资产	27.22	38.05	48.18	57.60
资产总计	9223.53	12332.20	13038.87	13781.95
短期借款	0.00	3654.98	3128.52	2195.52
应付和预收款项	902.96	1251.42	1389.53	1640.86
长期借款	2409.50	2409.50	2409.50	2409.50
其他负债	880.73	656.02	717.34	785.06
负债合计	4193.19	7971.92	7644.89	7030.94
股本	1972.10	495.50	495.50	495.50
资本公积	2178.08	2178.08	2178.08	2178.08
留存收益	870.20	1686.70	2720.40	4077.44
归属母公司股东权益	5030.35	4360.28	5393.98	6751.01
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	5030.35	4360.28	5393.98	6751.01
负债和股东权益合计	9223.53	12332.20	13038.87	13781.95
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	619.60	-793.36	1160.97	1513.24
投资活动现金流净额	74.45	-0.64	-0.28	-1.99
筹资活动现金流净额	-89.48	1963.33	-783.78	-1151.66
现金流量净额	604.52	1169.33	376.91	359.59

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。