

公司点评

钢研高纳 (300034)

国防军工 | 航天装备

公司净利润高速增长，应收应付账款增长显著

2021年10月27日

评级 谨慎推荐

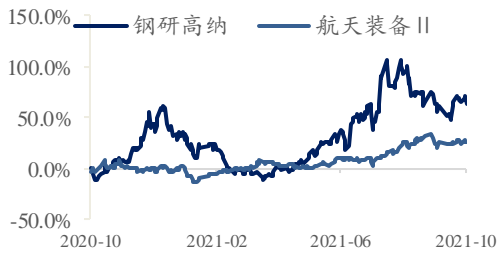
评级变动 维持

合理区间 40.50-46.80 元

交易数据

当前价格 (元)	39.29
52 周价格区间 (元)	20.19-50.33
总市值 (百万)	19097.64
流通市值 (百万)	17045.18
总股本 (万股)	48606.87
流通股 (万股)	43383.38

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
钢研高纳	-4.96	0.67	66.86
航天装备	-2.50	16.14	30.12

何晨

分析师

执业证书编号: S0530513080001

0731-84779574

hechen@cfzq.com

张看

研究助理

zhangkan@cfzq.com

相关报告

1 《钢研高纳：新型合金业务增长迅速，公司未来业绩可期》 2021-08-17

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	304.74	439.57	625.90
每股收益 (元)	0.32	0.42	0.63	0.90	1.29
每股净资产 (元)	4.23	4.63	5.01	5.55	6.33
P/E	122.64	93.77	62.67	43.45	30.51
P/B	9.29	8.49	7.85	7.07	6.21

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- ▶ **事件:** 公司发布 2021 年三季度报告。2021 年前三季度, 公司共实现营业收入 14.25 亿元, 同比增长 33.39%; 实现归母净利润 2.53 亿元, 同比增长 94.75%; 实现扣非归母净利润亿元 2.29 亿元, 同比增长 73.81%。
- ▶ **公司第三季度营收与净利润高速增长, 毛利率与净利率小幅下滑。** 分季看, 公司 Q3 实现营业收入 5.95 亿元, 同比+48.89%, 环比+24.15%; 公司 Q3 实现归母净利润 0.77 亿元, 同比+87.33%, 环比-36.03%。公司第三季度营收与净利润高速增长。公司前三季度整体毛利率 30.38%, 同比-4.82pct; 净利率 19.20%, 同比+4.67pct。分季度看, 公司 Q3 毛利率 27.66%, 同比-7.24pct, 环比-4.62pct; 净利率 13.95%, 同比+1.32pct, 环比-13.37pct。公司第三季度毛利率与净利率小幅下降的主要原因为原材料价格上涨、人工成本增加等因素所致, 同时 Q3 净利率环比下降主要原因为 Q2 净利润基数较高, 公司 Q2 联营企业青岛高纳分红 0.48 亿元致使公司投资收益达 0.49 亿元。
- ▶ **应收应付账款增长显著, 积极备产满足下游需求。** 公司本报告期末应收账款 9.65 亿元, 较年初+115.45%, 主要为公司销售增加但下游客户年中付款较差所致; 应付账款为 4.46 亿元, 较年初+58.37%, 主要为公司采购规模扩大且赊购业务有所增加所致; 合同负债 0.83 亿元, 较年初+50.13%; 存货 9.12 亿元, 较年初+54.16%, 合同负债大幅提升表明公司下游客户需求旺盛。总体来看, 公司正在积极备产, 未来业绩有望进一步释放。
- ▶ **公司技术实力雄厚, 有望受益于高温合金市场的快速增长。** 公司背靠钢研院, 具有生产国内 80% 以上牌号高温合金的技术和能力, 产品涵盖所有高温合金的细分领域。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。
- ▶ **盈利预测及评级:** 预计公司 2021~2023 年实现归母净利润分别为 3.05、4.40、6.26 亿元, EPS 分别为 0.63、0.90、1.29 元。公司产品谱系全面, 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 45~52 倍 PE 估值, 对应的合理价格区间为 40.50~46.80 元, 维持公司“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**

资产负债表						利润表					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	312.52	351.70	2214.53	1770.39	1519.46	营业收入	1446.46	1584.95	2218.93	2995.56	3894.23
应收票据及账款	1168.35	1263.60	1893.96	2556.85	3323.90	营业成本	1014.06	1036.50	1431.21	1902.18	2433.89
预付账款	17.70	38.69	44.02	59.42	77.25	营业税金及附加	13.87	13.85	21.89	29.55	38.41
其他应收款	20.56	5.26	17.56	23.70	30.81	销售费用	22.40	18.05	31.07	38.94	50.62
存货	486.62	591.88	901.86	1146.52	1400.32	管理费用	109.55	142.16	188.61	248.63	319.33
其他流动资产	2.21	13.24	8.21	11.09	14.42	研发费用	66.77	93.71	133.14	179.73	194.71
<b>流动资产总计</b>	<b>2007.95</b>	<b>2264.37</b>	<b>5080.14</b>	<b>5567.97</b>	<b>6366.16</b>	财务费用	7.52	7.01	0.34	-4.76	-3.54
长期股权投资	115.06	127.27	127.27	127.27	127.27	资产减值损失	-4.83	-5.08	-15.97	-21.56	-28.03
固定资产	563.15	533.28	656.83	994.91	1205.35	信用减值损失	8.47	-5.72	1.66	2.24	2.92
在建工程	9.48	93.45	77.88	62.30	46.73	其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	118.45	175.17	-2368.43	-2409.56	-2450.69	投资收益	-7.98	-0.11	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	11.27	12.68	6.34	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	360.71	475.91	467.75	459.60	451.44	资产处置收益	0.41	0.76	0.46	0.46	0.46
<b>非流动资产合计</b>	<b>1178.13</b>	<b>1417.76</b>	<b>-1032.36</b>	<b>-765.48</b>	<b>-619.90</b>	其他收益	13.32	28.19	19.23	19.23	19.23
<b>资产总计</b>	<b>3186.08</b>	<b>3682.13</b>	<b>4047.78</b>	<b>4802.49</b>	<b>5746.26</b>	营业利润	221.69	291.71	418.07	601.66	855.38
短期借款	150.15	120.11	0.00	0.00	0.00	营业外收入	3.94	2.33	2.29	2.29	2.29
应付票据及账款	570.91	720.85	906.52	1204.82	1541.61	营业外支出	2.04	13.93	5.42	5.42	5.42
其他流动负债	182.04	285.33	342.48	448.46	556.47	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>903.09</b>	<b>1126.28</b>	<b>1248.99</b>	<b>1653.28</b>	<b>2098.08</b>	利润总额	223.60	280.10	414.94	598.53	852.25
长期借款	0.00	50.35	50.35	50.35	50.35	所得税	28.98	33.70	51.29	73.98	105.34
其他非流动负债	100.57	103.16	103.16	103.16	103.16	净利润	194.62	246.41	363.66	524.55	746.91
<b>非流动负债合计</b>	<b>100.57</b>	<b>153.51</b>	<b>153.51</b>	<b>153.51</b>	<b>153.51</b>	少数股东损益	38.89	42.74	58.92	84.98	121.01
<b>负债合计</b>	<b>1003.66</b>	<b>1279.79</b>	<b>1402.50</b>	<b>1806.79</b>	<b>2251.59</b>	归母净利润	155.73	203.66	304.74	439.57	625.90
股本	469.34	469.86	469.86	469.86	469.86	EBITDA	292.34	358.81	3095.40	856.89	1183.13
资本公积	897.87	943.35	943.35	943.35	943.35	NOPLAT	199.15	263.42	366.62	523.05	746.47
留存收益	689.28	836.76	1020.78	1286.22	1664.18	EPS(元)	0.32	0.42	0.63	0.90	1.29
归属母公司权益	2056.49	2249.96	2433.98	2699.42	3077.39	<b>主要财务比率</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	125.93	152.38	211.29	296.28	417.29	<b>成长能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2182.42</b>	<b>2402.34</b>	<b>2645.28</b>	<b>2995.70</b>	<b>3494.67</b>	营收增长率	62.05%	9.57%	40.00%	35.00%	30.00%
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3186.08</b>	<b>3682.13</b>	<b>4047.78</b>	<b>4802.49</b>	<b>5746.26</b>	营业利润增长率			43.32%		
<b>现金流量表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EBIT 增长率	68.59%	24.23%	44.64%	42.98%	42.94%
税后经营利润	194.62	246.41	349.13	510.03	732.39	EBITDA 增长率	63.98%	22.74%	762.67%	-72.32%	38.07%
折旧与摊销	61.22	71.70	2680.12	263.12	334.42	归母净利润增长率	45.84%	30.78%	49.63%	44.24%	42.39%
财务费用	7.52	7.01	0.34	-4.76	-3.54	经营现金流增长率	41.48%	64.54%	86.88%	-863.60%	47.55%
投资损失	-7.98	-22.91	0.00	0.00	0.00	<b>盈利能力</b>					
营运资金变动	-172.58	-59.80	-710.12	-527.68	-604.32	毛利率	29.89%	34.60%	35.50%	36.50%	37.50%
其他经营现金流	25.07	61.81	0.00	0.00	-0.00	净利率	13.45%	15.55%	16.39%	17.51%	19.18%
<b>经营性现金净流量</b>	<b>107.87</b>	<b>304.22</b>	<b>2319.48</b>	<b>240.71</b>	<b>458.94</b>	营业利润率	15.33%	18.40%	18.84%	20.08%	21.97%
资本支出	36.06	224.25	230.00	530.00	480.00	ROE	7.57%	9.05%	12.52%	16.28%	20.34%
长期投资	-60.00	-23.16	0.00	0.00	0.00	ROA	4.89%	5.53%	7.53%	9.15%	10.89%
其他投资现金流	-76.68	-447.32	-445.48	-1045.48	-945.48	ROIC	10.27%	11.37%	14.36%	51.49%	37.24%
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-100.61</b>	<b>-246.23</b>	<b>-215.48</b>	<b>-515.48</b>	<b>-465.48</b>	<b>估值倍数</b>					
短期借款	93.64	-30.04	-120.11	0.00	0.00	P/E	122.64	93.77	62.67	43.45	30.51
长期借款	0.00	50.35	0.00	0.00	0.00	P/S	13.20	12.05	8.61	6.38	4.90
普通股增加	20.40	0.52	0.00	0.00	0.00	P/B	9.29	8.49	7.85	7.07	6.21
资本公积增加	209.97	45.48	0.00	0.00	0.00	股息率	0.29%	0.34%	0.63%	0.91%	1.30%
其他筹资现金流	-141.97	-61.04	-121.05	-169.37	-244.40	EV/EBIT	80.92	65.35	41.04	29.92	21.64
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>182.04</b>	<b>5.26</b>	<b>-241.16</b>	<b>-169.37</b>	<b>-244.40</b>	EV/EBITDA	63.97	52.29	5.51	20.73	15.52
<b>现金流量净额</b>	<b>189.29</b>	<b>63.28</b>	<b>1862.83</b>	<b>-444.14</b>	<b>-250.93</b>	EV/NOPLAT	93.91	71.23	46.49	33.97	24.60

资料来源: iFinD, 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

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