

中航证券研究所

分析师：张 超

证券执业证书号：S0640519070001

研究助理：方晓明

证券执业证书号：S0640120120034

电话：010-59562519

邮箱：fangxm@avicsec.com

盈利能力提升至历史最佳；铸造高温合金制品量价齐升

行业分类：国防军工

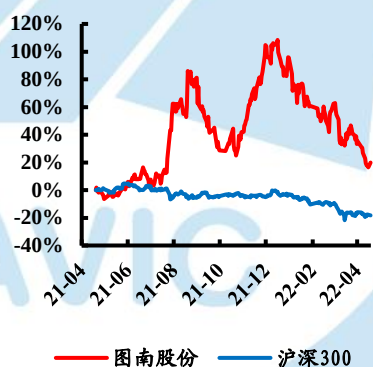
2022 年 4 月 19 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.4.18)	43.67 元
目标价格	55.00 元

基础数据（2022.4.19）

上证指数	3194.03
总股本（亿股）	2.00
流通 A 股（亿股）	1.10
资产负债率	10.34%
ROE（摊薄）	14.79%
PE（TTM）	47.10
PB（LF）	6.85

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 4 月 19 日公告，2021 年营收 6.98 亿元（+27.73%），归母净利润 1.81 亿元（+66.24%），毛利率 37.31%（+4.75pcts），净利率 25.98%（+6.01pcts）。同时，2022Q1 营收 2.12 亿元（+42.15%），归母净利润 0.40 亿元（+11.86%）。

➤ **投资要点：**

● 盈利能力提升至历史最佳；铸造高温合金制品量价齐升

2021 年，公司营业收入 6.98 亿元（+27.73%），归母净利润 1.81 亿元（+66.24%）。公司毛利率 37.31%（+4.75pcts），净利率 25.98%（+6.01pcts），均为历史最佳水平。

2022Q1，公司营业收入 2.12 亿元（+42.15%），为上市后单季度营收最佳；归母净利润 0.40 亿元（+11.86%）。毛利率 34.02%（-3.11pcts），出现下滑，公司从事高温合金业务，毛利率下滑或受到了年初电解镍等上涨的短期冲击；净利率 19.05%（-5.16pcts），除毛利率下滑外，公司本期管理费用包含部分实施股权激励计划，确认股份支付费用。

从产品及收入结构来看，公司产品主要包括铸造高温合金制品、变形高温合金制品、特种不锈钢及其他合金四大类。

铸造高温合金制品包括母合金及精密铸件，产品主要用于航空领域。铸造高温合金制品放量，销量 712.93 吨（+10.35%）稳步提升，收入（2.91 亿元，+45.41%）快速增长。同时，得益于其全产业链能力和技术实力，铸造高温合金制品单位重量价值持续提升，单价提升至 40.81 万元/吨（+31.78%），毛利率 51.13%（+6.04pcts）。

变形高温合金制品主要应用于燃气轮机、石油化工领域，部分用于飞机、航空发动机领域。变形高温合金制品销量、单价、收入及毛利率保持相对平稳增长。

产品种类	2021销量 (吨)	2021收入 (万元)	单价(万元 /吨)	毛利率%
铸造高温合金制品	712.93	29095.24	40.81	51.13
同比(%, pcts)	10.35%	45.41%	31.78%	6.04
变形高温合金制品	1353.57	19684.06	14.54	28.11
同比(%, pcts)	3.32%	4.90%	1.53%	2.46
特种不锈钢	351.91	8747.31	24.86	42.28
同比(%, pcts)	53.06%	60.42%	4.81%	7.02
其他合金制品	802.8	10947.59	13.64	11.99
同比(%, pcts)	14.88%	29.44%	12.67%	-1.3

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

特种不锈钢主要包括不锈钢无缝管材及棒材，无缝管材主要应用于航空发动机的各类导管、输油管线，以及飞机机身的液压管线等部件的制造，棒材主要应用于航空、国防军工等高端装备制造及核电等新能源领域。特种不锈钢销量(351.91吨, +53.06%)和收入(0.87亿元, +60.42%)实现高速增长，毛利率大幅(42.28%, +7.02pcts)提升。

其他合金制品主要包括精密合金、高电阻电热合金、焊丝等产品，主要应用于石油化工、电子工业等民用领域。公司主要通过生产并销售其他合金制品提高主要产品冶炼后残余的回收金属原料利用价值，属于毛利率偏低的业务。

费用方面，2021年，公司销售费用率1.12%(-0.43pcts)；管理费用率6.39%(+2.02pcts)，主要原因因为报告期内实施股权激励，确认股份支付费用；财务费用率为-0.12%(-0.57pcts)；研发费用率6.41%(+0.21pcts)，平稳增长。综合下来，期间费用率13.80%(+1.22pcts)。

报告期末，公司存货3.20亿元(+65.74%)，其中增加较多的为原材料；公司以销定产，为保交付，增加生产备货；本报告期末已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为5.13亿元，其中，4.62亿元预计将于2022年度确认收入，在手订单充足。

● 高温合金全产业链核心供应商，持续保持产品差异化领先优势

高温合金行业具有技术含量高、制备工艺相对复杂和加工难度高的特点，我国是世界上少数几个拥有高温合金生产体系的国家之一。虽然我国高温合金行业取得了长足的进步，但与世界先进水平相比仍存在一定不足，我国高温合金行业从业企业数量少，整体技术开发水平与国际先进水平还有较大差距，整体产能、实际有效产量较小，尤其是高端航空用高温合金的有效产能远远不能满足日益增长的市场需求。目前国内从业企业间属于竞合关系，直接竞争较少。

公司通过专注于行业内细分市场，形成了细分领域的技术制高点，以差异化竞争和技术服务开拓市场；是国内航空发动机用大型复杂薄壁高温合金结构件的重要供应商，国内飞机、航空发动机用高温合金和不锈钢无缝管的主要供应商，承担了我国多款重点型号航空发动机材料、关键部件的配套科研和生产任务。

① 铸造高温合金制品系列

铸造高温母合金方面，目前国内从事可用于航空航天领域的铸造高温母合金冶炼的生产单位主要为北京航材院、中科院金属所、钢研高纳和图南股份等几家单位。公司生产的铸造高温合金母合金主要出售给国内航空发动机厂商用于其生产精密铸件。

大型高温合金复杂薄壁精密铸件方面，目前国内具备生产大型高温合金复杂薄壁精密铸件的厂家主要为安吉铸造与图南股份，其中图南股份在国内率先实现直径大于1,000mm、壁厚小于2mm的大型高温合金精铸件批量生产，铸件尺寸精度高、加工余量小、壁厚薄，形成了为航空发动机制造企业稳定供货的能力。

公司是国内少数既生产铸造高温合金母合金又生产大型高温合金复杂薄壁精密铸件的企业之一，形成了大型高温合金复杂薄壁精密铸件全产业链系统，产品质量、成本控制能力较强。

报告期内，公司持续投入铸造高温合金制品的研发工作，先后完成DZ40M、DZ417G定向铸造高温合金母合金及K417G、K40M、K465等等轴晶铸造高温合金母合金的试制、验证工作，将逐步进入批产阶段。

② 变形高温合金系列

国内从事变形高温合金系列产品的厂家分为两类：一类是抚顺特钢、宝钢特钢、长城特钢等大型钢铁企业，生产批量较大的合金板材、棒材和锻件；另一类是以中科院金属所、北京航材院和钢研高纳三家为代表的研究、生产基地，其具有部分变形高温合金的制造能力。

公司的变形高温合金系列产品主要为棒材、丝材、管材，对于交付周期严苛的客户有较强的吸引力，公司产线覆盖规格范围广，形成了品种多、批量小、结构复杂产品的生产管理优势和协同供货能力，在配

套工程、解决用户需求方面能力较强，增加了客户的粘性。报告期内，公司完成 GH2132、GH4169、GH4738 等紧固件用变形高温合金棒丝材的研制，部分产品已实现批量供货。

③ 特种不锈钢系列

国内当前主要从事航空用特种不锈钢无缝管材的厂家主要是长城特钢、宝钢特钢、重钢研等企业以及图南股份。航空用不锈钢无缝管材合格率低一直是困扰国内航空企业的难题，公司摒除传统制管工艺的不足之处，开展了高精度无缝管材制造技术开发和技术创新，制造出综合性能稳定、质量优异的高品质不锈钢无缝管材，在国内航空管材上占据突出的市场地位。

● IPO 募投项目将于 2022 年陆续达产，新增 1.6 亿投资航空用中小零部件产线项目

公司于 2020 年 7 月首发上市，募集资金 5.26 亿元。报告期内，IPO 募投稳步推进，其中用于年产 1,000 吨超纯净高性能高温合金材料建设项目，预计 2022 年 7 月达产，达产后每年可为公司贡献 1.91 亿元收入；年产 3,300 件复杂薄壁高温合金结构件建设项目，预计 2022 年 12 月达产，达产后每年可为公司贡献 1.30 亿元收入。

此外，公司 2021 年 11 月 18 日公告，全资子公司沈阳图南拟以自有资金投资 1.60 亿元，开展航空用中小零部件自动化加工产线项目建设，预计达产后可形成年产各类航空用中小零部件 50 万件（套）加工生产能力的建设规模。

● 原材料上涨或使公司毛利率短期承压

公司产品的原材料主要为电解镍、金属钴、金属铬等金属材料，其价格的波动对本行业原材料的采购价格具有较大影响。根据招股书中披露，以 2019 年为例，公司营业收入 4.84 亿元，毛利率 32.76%；公司主营业务成本以原材料为主，占营收收入比例为 63.62%，如当期电解镍价格上升 10%，对主营业务毛利率影响为 -1.77%。年初至今，电解镍价格出现较大幅度的上涨，短期内或对公司毛利率造成影响。

中长期来看，公司定价主要采取产品成本加成方式，即以电解镍等金属现货市场价格为基础，上浮一定比例的加工费，同时参考市场行情、客户的需求量、是否长期客户、付款条件、战略合作等因素予以适当调整；原材料上涨的影响可能会适当向下游传递；另一方面，随着公司规模增加，产品品类增多、价值量持续提升；同时，随着原材料价格逐步回归至合理区间，毛利率也将逐步恢复并有望进一步提升。

此外，2021 年 3 月，公司公告 18.58 元/股的价格向 31 名激励对象授予 268.00 万股限制性股票（占总股本 1.34%），分别设置以 2020 年为基数，2021 年营业收入和净利润增长分别不低于 15% 和 16%，2021 年已达标；2022 年营业收入和净利润增长分别不低于 30% 和 32% 的解锁条件，股权激励绑定核心员工，也将助力企业长远发展。

➤ 投资建议

① 公司 2021 年盈利能力创历史最佳，铸造高温合金制品放量。公司存货 3.20 亿元；本报告期末已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为 5.13 亿元，其中，4.62 亿元预计将于 2022 年度确认收入，在手订单充足。

② 随着军机、民机的不断放量，国产航空发动机研发和制造取得进展及大飞机国产化率的不断提升，高温合金材料的需求将在未来迎来较大的增长空间和进口替代空间。公司是高温合金全产业链核心供应商，保持产品差异化领先优势，将持续受益于行业高景气度。

③ 目前我国高端航空用高温合金的有效产能远远不能满足日益增长的市场需求，处于供不应求的状态。公司 IPO 募投项目将于 2022 年陆续达产，同时，2021 年 11 月公告全资子公司新增 1.6 亿投资航空用中小零部件产线项目，产能逐步释放，将为后续业绩增长打下坚实基础。

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 9.54 亿元、12.24 亿元和 15.20 亿元，归母净利润分别为 2.13 亿元、2.82 亿元及 3.67 亿元，EPS 分别为 1.07 元、1.41 元、1.84 元。我们维持买入评级，目标价格 55.00 元，分别对应 52 倍、39 倍及 30 倍 PE。

风险提示：募投项目推进不及预期；原材料价格波动风险。

➤ 盈利预测：

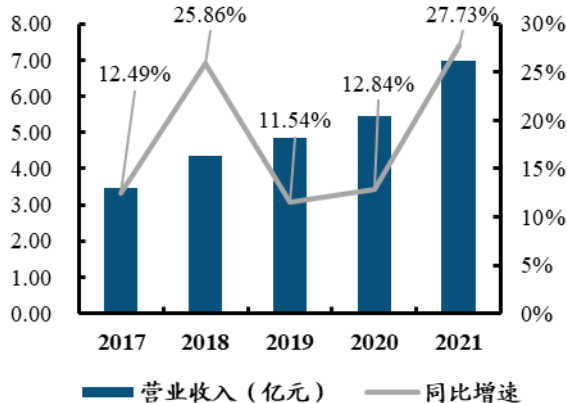
单位:百万元	2020A	2021A	2021E	2022E	2023E
营业收入	546.34	697.87	954.93	1223.86	1519.63
增长率 (%)	12.84%	27.73%	36.84%	28.16%	24.17%
归属母公司股东净利润	109.08	181.34	213.07	282.27	367.42
增长率 (%)	6.99%	66.24%	17.50%	32.48%	30.17%
每股收益 (EPS)	0.55	0.91	1.07	1.41	1.84

数据来源：WIND，中航证券研究所



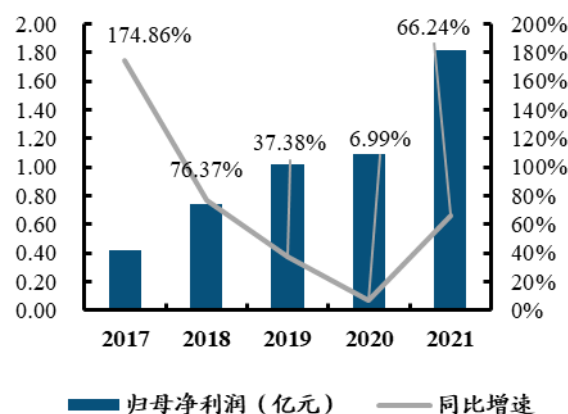
➤ 公司近 5 年主要财务数据

图 1: 公司近 5 年营业收入及增速情况



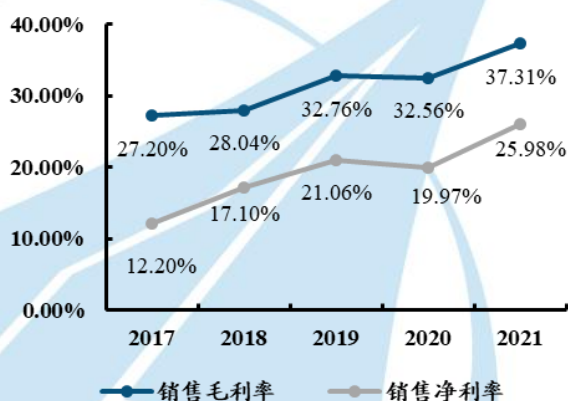
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近 5 年归母净利润及增速情况



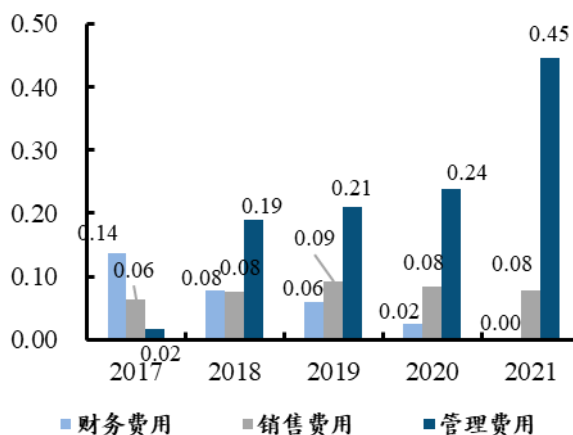
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年毛利率及净利率情况



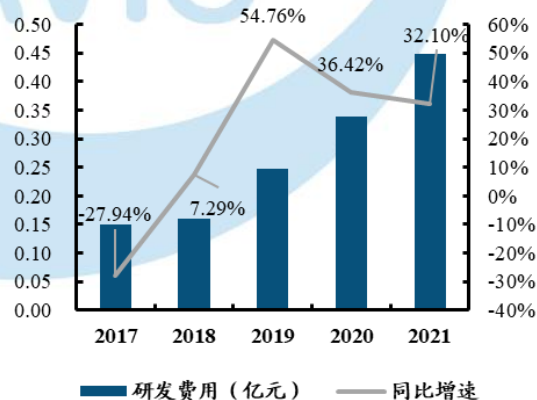
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近 5 年三费情况 (亿元)



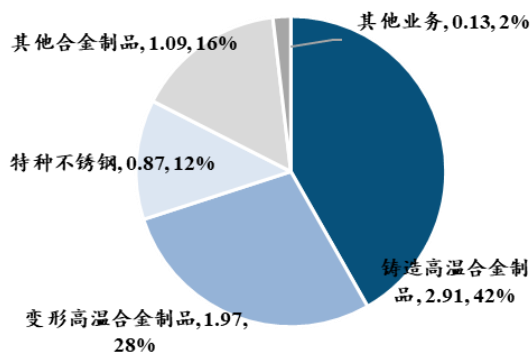
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司近 5 年研发费用情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司 2021 年产品结构 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

报表预测				
利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	697.87	954.93	1223.86	1519.63
减：营业成本	437.52	581.43	727.84	895.61
营业税金及附加	4.14	4.77	7.08	8.43
销售费用	7.79	7.64	12.24	15.20
管理费用	89.33	103.13	134.62	167.16
财务费用	-0.84	20.05	25.36	20.61
资产减值损失	-1.03	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	7.37	3.21	4.21	5.12
公允价值变动损益	1.47	2.48	1.97	2.22
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	207.87	243.60	322.90	419.98
加：其他非经营损益	-0.55	-0.41	-0.46	-0.45
利润总额	207.32	243.19	322.44	419.53
减：所得税	25.99	30.11	40.17	52.11
净利润	181.34	213.07	282.27	367.42
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	181.34	213.07	282.27	367.42
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	208.10	238.73	305.96	379.91
应收和预付款项	70.83	431.78	551.15	596.73
存货	319.79	390.64	511.65	626.40
其他流动资产	321.84	286.01	286.12	287.53
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	249.25	258.23	252.63	235.70
无形资产和开发支出	54.22	53.04	51.87	50.69
其他非流动资产	143.31	147.80	151.74	154.43
资产总计	1367.34	1806.24	2111.13	2331.40
短期借款	25.02	599.98	605.26	435.64
应付和预收款项	65.89	77.22	101.04	123.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	50.52	22.03	15.55	15.78
负债合计	141.43	699.24	721.85	574.70
股本	200.00	200.00	200.00	200.00
资本公积	594.32	594.32	594.32	594.32
留存收益	431.58	644.66	926.93	1294.36
归属母公司股东权益	1225.90	1438.98	1721.25	2088.68
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1225.90	1438.98	1721.25	2088.68
负债和股东权益合计	1367.34	2138.22	2443.11	2663.38
现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	178.84	-146.03	111.04	269.37
投资活动现金流净额	-210.80	-26.83	-16.50	-4.79
筹资活动现金流净额	-20.36	535.46	-27.32	-190.64
现金流量净额	-52.58	362.61	67.23	73.94

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。

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。