

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

行业分类: 国防军工

2022 年 4 月 27 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.4.27)	26.99
目标价格	41.15

**基础数据 (2022.4.27)**

上证指数	2958.28
总股本 (亿股)	4.86
流通 A 股 (亿股)	4.34
资产负债率 (2021)	39.14%
ROE(摊薄)(2021)	2.11%
PE (TTM)	42.3
PB (LF)	4.51



➤ **事件:** 公司 4 月 27 日公告, 2021 年营业收入 20.03 亿元 (+26.35%), 归母净利润 3.05 亿元 (+49.56%), 扣非归母净利润 1.78 亿元 (-2.45%), 毛利率 28.18% (-6.42pcts), 净利率 16.47% (+0.92pcts)。同时, 公布 2022 年一季报, 营业收入 5.22 亿元 (+49.21%), 归母净利润 0.61 亿元 (+10.39%)。

**投资要点:**

- **新型合金制品放量, 成为业务新增长点; 原材料涨价, 毛利率受压制**

2021 年, 公司营业收入 20.03 亿元 (+26.35%), 保持稳健增长; 归母净利润 3.05 亿元 (+49.56%), 扣非归母净利润 1.78 亿元 (-2.45%)。毛利率 28.18% (-6.42pcts), 毛利率下滑较多; 受益于母公司、河北德凯收入利润快速增加、获得政府补助 0.73 亿元 (去年同期为 0.28 亿元) 及参股公司投资收益 0.62 亿元 (去年同期为 -0.12 亿元), 净利率 16.47% (+0.92pcts), 相对平稳。

2021Q4, 公司营业收入 5.78 亿元 (+11.80%), 归母净利润 0.51 亿元 (-30.27%); 扣非净利润 -0.50 亿元 (-197.58%), 使得全年扣非净利润表现一般。2021Q4, 毛利率 22.76% (-10.60pcts), 净利率 9.75% (-7.90pcts)。2021Q4 毛利率出现大幅下滑, 2021Q4 原材料上涨, 公司以销定产, 部分在手订单仍旧执行原有价格或重新议价后可能仍旧承担了一定成本上涨。同时, 2021Q4 期间费用率 21.95% (+6.74pcts), 其中研发费用率 9.89% (+3.31pcts), 管理费用率 10.20% (+1.64pcts), 也出现了较大幅度增长。

2022Q1, 公司营业收入 5.22 亿元 (+49.21%), 高速增长; 归母净利润 0.61 亿元 (+10.39%), 毛利率 29.04% (-3.39pcts), 毛利率同比是下降趋势, 但较 2021Q4 已经有所回升。

2021 年及 2022Q1, 公司毛利率同比均出现了一定程度下滑, 其主要原因包括: 1) 原材料涨价: 公司产品使用的原材料主要为镍、铬、钴等有色金属, 原材料成本在公司产品成本构成中所占比重 60% 左右, 部分产品超过 70%。近期镍、钴等有色金属原材料价格上升较多, 对公司高温合金母合金、高温合金铸件和离心铸管的毛利率有较大的影响。2) 部分产品价格有所下降、同时销售产品发生结构变化。

**股市有风险 入市须谨慎**
**中航证券研究所发布**
**证券研究报告**
**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](http://www.avicsec.com)

联系电话: 010-59562524

传真: 010-59562637

针对原材料大幅上涨的情况，一方面公司从内部出发，进行了部分原材料储备，同时着力提升成材率、合格率，实现降本；另一方面，针对部分产品在手订单和新签订单，公司将采取重新谈价的策略，适当降低原材料上涨对公司的冲击。

从业务构成来看，公司产品包含三类：铸造高温合金制品、变形高温合金制品及新型高温合金制品。

报告期内，公司铸造高温合金制品营收稳健增长，但毛利率出现较大幅度的下滑。2021年，公司铸造高温合金制品营业收入12.01亿元(+20.75%)，营收占比59.96%(-2.78pcts)，毛利率24.45%(-10.13pcts)。公司铸造高温合金产品主要包括航空航天用铸造高温合金母合金及精铸件等。

变形高温合金方面，公司实现营业收入5.04亿元(+26.32%)，营收占比25.14%(-0.01pcts)，毛利率21.34%(-7.18pcts)，出现下滑。公司承担75%以上国家层面变形高温合金研发项目，科研实力较强，但由于公司在变形高温合金生产能力不足，产品中存在部分外协加工环节，或将导致毛利率偏低，有较大的提升空间。

**新型合金制品放量，毛利率显著提升，成为公司业务增长点。**报告期内，新型合金制营业收入2.85亿元(+54.42%)，营收占比14.24%(+2.59pcts)，毛利率54.94%(+7.64pcts)，提升较为明显。公司是粉末高温合金领域的重要研发和生产基地，粉末高温合金市场需求快速增长，型号需求开始放量。

2021年，公司销售费用率1.42%(+0.28pcts)；管理费用率8.37%(-0.60pcts)；财务费用率0.59%(+0.14pcts)；研发费用率6.07%(+0.16pcts)。期间费用率16.45%(-0.01pcts)，保持平稳。

报告期内，公司存货8.58亿元(+44.96%)，创十年新高，其中原材料1.30亿元、在产品3.57亿元、发出商品2.44亿元，存货规模增速较快，主要是公司为军品保供实施原材料战略储备。合同负债0.81亿元(+45.95%)。

### ● 母公司、河北德凯高速增长，盈利提升；新力通业绩下滑明显

2021年，公司母公司营业收入13.37亿元(+27.01%)，净利润2.44亿元(+65.00%)，实现了较高速的增长。河北德凯营业收入5.76亿元(+308.14%)，净利润0.90亿元(+166.35%)，2021年3月公司将铸造高温合金制品事业部划转至河北德凯，收入和净利润提升较快。

青岛新力通主要生产石化、冶金、玻璃、热处理等行业所用的裂解炉炉管和转化炉炉管等产品，广泛用于石油化工和冶金行业，为2018年度并购而来。2021年实现营收5.67亿元(+8.31%)，净利润0.33亿元(-68.22%)，净利润下滑较为明显，这部分业务受到疫情影响较大。

### ● 与航发动力联合设立控股子公司，携手共促航发铸造零部件产业拓展

2022年4月，公司发布公告与航发动力共同设立西安钢研高纳航空部件有限公司(暂定名)，其中钢研高纳出资7476.69万元，持股比例67.79%；航发动力以其部分资产出资3523.31万元，持股比例的32.03%。该公司有利于深度绑定下游客户需求，提升公司在航发零部件的技术实力和产业化能力，承接航发动力外协订单，实现双赢局面。

### ● 军工高景气度叠加高温合金国产化率提升，市场有望打开高增长。

高温合金属于国家战略性高端产品，主要应用于航空、航天、舰船、电力、石化、冶金等领域。在航空航天领域，高温合金是制造发动机热端部件的重要材料，其主要应用于发动机涡轮叶片、涡轮盘、燃烧室、导向器及部分机匣和封严件。在先进的航空发动机中，高温合金部件占发动机总重量的40%-60%以上。高温合金在材料工业中主要是为航空航天产业服务，同时也应用到电力、石油石化、汽车、冶金、玻璃制造、原子能等工业领域，从而大大扩展了对高温合金的需求。

高端和新型高温合金需求增加主要来自于几个方面：

① 我国发展自主航空航天产业研制先进发动机，将带来市场对高端和新型高温合金的需求增加。

② 我国上海电气、东方电气、哈尔滨汽轮机厂等大型发电设备制造集团在生产规模和生产技术等方面近年来有了较大提高，拉动了对发电设备用的涡轮盘的需求。正在进行国产化研制的新一代发电装备——大型地面燃机（也可作舰船动力）取得了显著进展，实现量产将带动对高温合金的需求。同时，核电设备的国产化，也将拉动对国产高温合金的需求。

③ “一带一路” 经过多个新兴国家，如东盟、中亚、印度等，这些国家处于经济的发展阶段，对于石化、冶金、建材等基础工业产品需求很大，可以带动我国的相关产品和设备的出口，同时也带动相关技术的输出和合作。

公司是我国高温合金及轻质合金领域技术水平最为先进、生产种类最为齐全的企业之一，是国内航空、航天、兵器、舰船和核电等行业重要的研发生产基地。自 1958 年以来，公司共研制各类高温合金 120 余种。其中，变形高温合金 90 余种，粉末高温合金 10 余种，均占全国该类型合金 80%以上。最新出版《中国高温合金手册》收录的 201 个牌号中，公司及其前身牵头研发 114 种，占总牌号数量的 56%。

在战略层面，公司对保持并提升国内航空、航天、燃机用变形高温合金、粉末高温合金、金属间化合物等新型高温合金盘锻件产品的龙头和技术领先地位，逐步成为国内 3D 打印高温合金粉末材料、特种镍基板、管、丝、带材料及制品的产业基地。公司将致力于未来 3-5 年内实现转型：市场从国内转型到国内国际两个市场、产品逐步实现由坯到件的转变、部分产品从航空发动机拓展到航空领域、能源、石化领域；逐步成为与美国精密铸件公司（PCC）具有同样竞争力的国际知名企业。

➤ **投资建议：**

1. 公司新型合金制品放量，毛利率显著提升，营收占比及毛利润占比升高，有望成为公司业务增长点；母公司、河北德凯高速增长，盈利提升。

2. 公司 2022 年 4 月公告与航发动力联合设立控股子公司，携手共促航发铸造零部件产业拓展，有利于深度绑定下游客户需求，提升公司在航发零部件的技术实力和产业化能力，承接航发动力外协订单，实现双赢局面。

3. 公司作为高端和新型高温合金制品生产规模最大的企业之一在高温合金行业内，公司产品的研发能力、工程化能力及产品种类覆盖面均处于一定的领先地位。未来三到五年，国内航空、航天市场及相关产业链将处于较为快速的发展阶段，军工高景气带来需求增加叠加高温合金国产化率提高，市场空间将极大扩容，公司有望迎来高速发展期。

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 25.82 亿元、33.17 亿元和 43.14 亿元，归母净利润分别为 3.61 亿元、4.70 亿元及 6.25 亿元，EPS 分别为 0.74 元、0.97 元、1.29 元，我们维持买入评级，给予目标价格 41.15 元，分别对应 2022-2024 年 55 倍、43 倍及 32 倍 PE。

风险提示：原材料价格波动；疫情对民品业务持续冲击等。

➤ **盈利预测：**

单位: 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1584.95	2002.63	2582.29	3317.29	4314.21

增长率	9.57%	26.35%	28.94%	28.46%	30.05%
归属母公司股东净利润	203.66	304.60	361.34	469.60	625.23
增长率	30.78%	49.56%	18.63%	29.96%	33.14%
每股收益 (EPS)	0.43	0.63	0.74	0.97	1.29

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

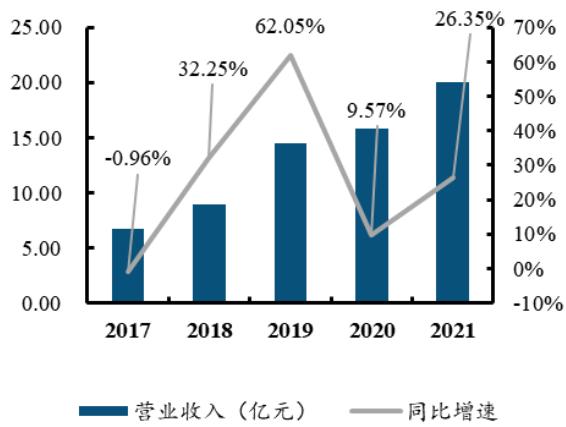


图 2: 公司近 5 年归母净利润及增速情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

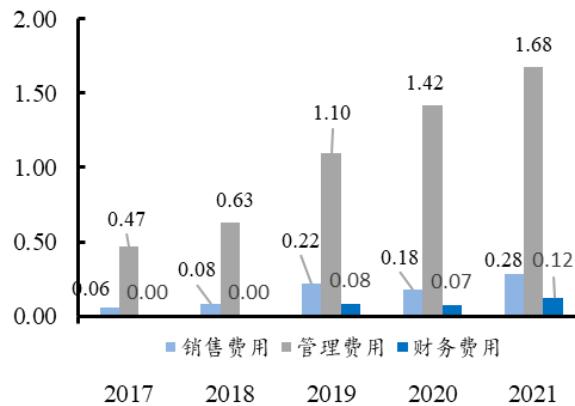
资料来源: wind, 中航证券研究所

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

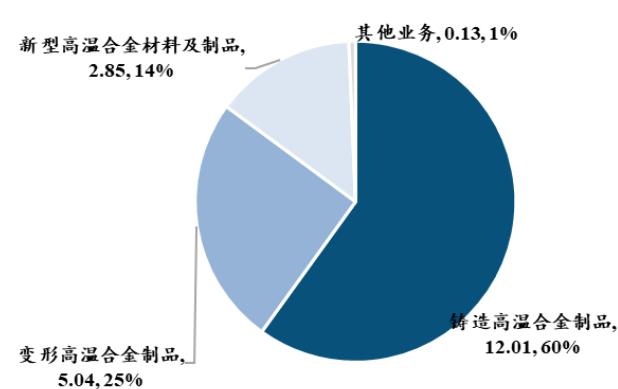
资料来源: wind, 中航证券研究所

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 产品结构 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

<b>报表预测</b>				
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
营业收入	2002.63	2582.29	3317.29	4314.21
减: 营业成本	1438.21	1768.48	2202.41	2848.88
营业税金及附加	14.24	20.83	26.07	33.67
销售费用	28.48	34.83	44.40	58.49
管理费用	289.25	309.87	406.37	523.10
财务费用	11.76	41.02	62.24	73.88
资产减值损失	-1.19	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	59.98	60.00	20.00	10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	358.56	467.26	595.79	786.18
加: 其他非经营损益	-0.20	-5.33	-5.22	-4.50
<b>利润总额</b>	358.36	461.93	590.58	781.69
减: 所得税	28.43	46.83	57.39	74.73
<b>净利润</b>	329.93	415.10	533.18	706.95
减: 少数股东损益	25.33	53.76	63.58	81.72
<b>归属母公司股东净利润</b>	304.60	361.34	469.60	625.23
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
货币资金	558.61	645.57	829.32	1078.55
应收和预付款项	1605.17	2365.90	3082.49	4017.45
存货	857.98	1010.75	1285.65	1669.53
其他流动资产	201.69	51.24	72.18	91.12
长期股权投资	184.64	184.64	184.64	184.64
投资性房地产	41.47	33.43	36.89	36.50
固定资产和在建工程	901.07	826.13	746.09	664.65
无形资产和开发支出	504.32	500.46	496.61	492.75
其他非流动资产	219.73	225.80	231.16	235.81
<b>资产总计</b>	5074.70	5843.94	6965.04	8471.01
短期借款	9.10	844.20	888.44	1368.81
应付和预收款项	1135.41	676.89	1134.64	1351.41
长期借款	382.64	382.64	382.64	382.64
其他负债	480.05	459.61	545.54	647.41
<b>负债合计</b>	2007.20	2363.34	2951.25	3750.27
股本	485.96	485.96	485.96	485.96
资本公积	1259.73	1259.73	1259.73	1259.73
留存收益	1151.98	1513.32	1982.92	2608.15
<b>归属母公司股东权益</b>	2846.39	3205.74	3675.33	4300.57
少数股东权益	221.11	274.87	338.45	420.17
<b>股东权益合计</b>	3067.50	3480.60	4013.79	4720.74
负债和股东权益合计	5074.70	5843.94	6965.04	8471.01
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
经营活动现金流净额	49.04	-761.47	180.21	-172.64
投资活动现金流净额	-268.64	53.04	1.54	-4.61
筹资活动现金流净额	420.55	795.39	2.00	426.48
<b>现金流量净额</b>	200.85	86.96	183.75	249.23

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达或为任何就送达、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提供。

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。