

我们首次覆盖民营高温合金核心供应商: 图南股份 (300855.SZ), 给予“推荐”评级, 主要理由如下:

➤ **深耕高温合金领域, 产品矩阵丰富国产替代空间大。**公司成立于1991年, 是国内少数实现铸造高温合金母合金及大型高温合金复杂薄壁铸件同时批量化生产的企业之一。自2007年进军特种市场后, 公司承接了多个特种航空发动机关键部件的研制生产项目, 近些年特种业务营收占比持续大于50%且有望继续提升。“十四五”期间, 我国先进航空装备有望加速放量, 换发频率提高叠加商用发动机研制加速, 需求旺盛。公司IPO募投项目预计于2022年完成, 产能扩张使得公司能够应对更大的市场需求, 即将迈入业绩兑现阶段。2021~2022年, 公司两次实施股权激励, 覆盖50人 (占总人数9.6%), 彰显长期发展信心。

➤ **产品结构优化叠加规模效应, 盈利能力持续提升。**1) 公司毛利率从2013年19%提升至2021年37%, 盈利能力提升明显。2016~2021年, 公司归母净利润年复合增速为63.9%, 显著高于营收年复合增速 (17.9%), 主要原因是高附加值的铸造高温合金产品营收占比由21.4%增长到41.7%所致。2) 公司铸造高温合金产品毛利率稳定在50%左右, 其中精密铸件产品2016~2019年毛利率分别为47.0%、62.6%、64.7%和67.9%, 利润率不断提升。我们认为, 随着公司收入规模不断增大和特种业务占比提升, 公司利润率有望继续提升。

➤ **航空发动机持续放量, 高温合金把握行业红利。**“十四五”期间, 受益于飞机和发动机发展加速, 高温合金市场较大。2020年, 我国高温合金市场规模为187亿元, 预计2025年将达到314亿元, 2020~2025年CAGR=11%。我国高温合金市场复合增速高于全球增速 (6%)。国内高温合金市场供需不匹配, 2020年, 我国高温合金消费量为5.5万吨; 产量为3.3万吨, 部分航空航天、燃气轮机、核电等领域的高温合金需要进口。公司积极扩产应对供需不平衡局面, 分别投资1.8亿元和2.6亿元用于“年产1000吨超纯净高性能高温合金材料建设项目”和“年产3300件复杂薄壁高温合金结构件建设项目”, 建成达产后预计新增年营收3.2亿元。

➤ **投资建议:**公司高温合金产品下游需求旺盛, 具有高成长动能, 募投项目将助其突破产能瓶颈。同时公司成立全资子公司沈阳图南, 开展航空用中小零部件自动化加工产线项目建设, 在自身高温合金材料业务基础上进行产业链纵向延伸, 新业务有望成为公司第二增长曲线。我们预计, 公司2022~2024年归母净利润分别是2.49亿元、3.24亿元和4.53亿元, 当前股价对应2022~2024年PE为60x/46x/33x。考虑到需求旺盛和公司较强竞争力以及产业链向下延伸的广阔空间, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

➤ **风险提示:**原材料价格波动、募投项目建设不及预期、客户集中度较高等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	698	906	1134	1471
增长率 (%)	27.7	29.9	25.1	29.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	181	249	324	453
增长率 (%)	66.2	37.3	30.3	39.8
每股收益 (元)	0.60	0.82	1.07	1.50
PE	82	60	46	33
PB	12.2	10.5	8.9	7.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2022年08月17日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格:

49.38元



分析师 尹会伟

执业证书: S0100521120005

电话: 010-85127667

邮箱: yinhuiwei@mszq.com



分析师 邱祖学

执业证书: S0100521120001

电话: 021-80508866

邮箱: qiuzuxue@mszq.com

研究助理 孔厚融

执业证书: S0100122020003

电话: 010-85127664

邮箱: konghourong@mszq.com

相关研究

- 1、华秦科技 (688281.SH): 新材料系列#2, 特种材料领军企业; 高壁垒推动装备性能变革-2022/08/01
- 2、新材料系列#1: 镍价下降已是趋势? 高温合金拐点或将出现-2022/06/30

目录

1 图南股份：励精图治三十年，深耕高温合金领域	3
1.1 拥有完备的全产业链生产流程	3
1.2 费用管控能力增强，盈利水平持续提升	5
2 航空发动机拉动需求，国产替代空间大	8
2.1 高温合金：航空发动机结构中的关键材料	8
2.2 供需情况：当前依赖进口，国产替代空间较大	10
2.3 市场空间：航空发动机和燃气轮机驱动需求增长	11
3 产品矩阵丰富，积极扩产拓展业务边界	14
3.1 生产流程完备；产品矩阵丰富产销量持续增长	14
3.2 募投扩能应对需求旺盛；股权激励彰显发展信心	17
4 同业分析：竞争合作并存，创新扩产满足需求	19
5 盈利预测与投资建议	22
5.1 盈利预测假设与业务拆分	22
5.2 估值分析与投资建议	23
6 风险提示	24
插图目录	26
表格目录	27

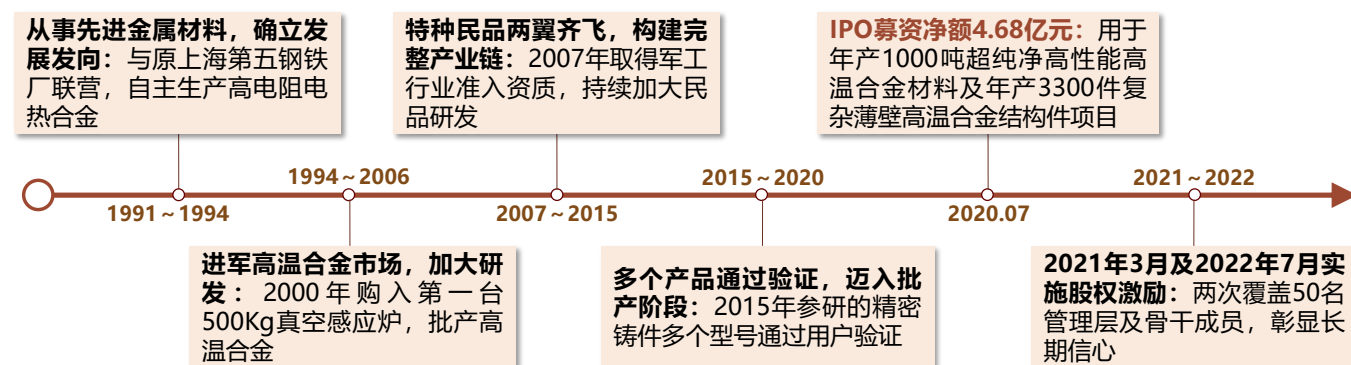
1 图南股份：励精图治三十年，深耕高温合金领域

1.1 拥有完备的全产业链生产流程

励精图治三十年，拥有全产业链工业化生产能力。公司成立于 1991 年 5 月，于 2020 年 7 月上市，主营高温合金、特种不锈钢等高性能合金材料及其制品，应用在航空发动机、燃气轮机、核电装备等特种及高端领域。公司拥有大型高温合金复杂薄壁精密铸件全产业链系统，对质量和成本管控能力突出，是**国内少数实现铸造高温合金母合金及大型高温合金复杂薄壁铸件同时批量化生产的企业之一**。回顾公司发展历程，主要包括四个阶段：

1) 成立初期，公司以高电阻电热合金为起点进军先进金属材料行业，最终确立战略发展方向，在六年的时间内实现了高温合金的批量生产；2) 2007 年，公司正式迈进特种领域，逐步参与相关型号产品所需高温合金材料的研发和生产；3) 2015 年以来，公司多个型号产品顺利进入批量化生产阶段，当前主营产品为铸造高温合金（母合金、精密铸件）、变形高温合金及特种不锈钢等特种合金及其制品；4) 2020 年，公司于创业板上市，募资总额 5.3 亿元（净额 4.68 亿元）用于项目建设。同时把握航空发动机产业链的高景气，进行产业链延伸，拓展业务边界。

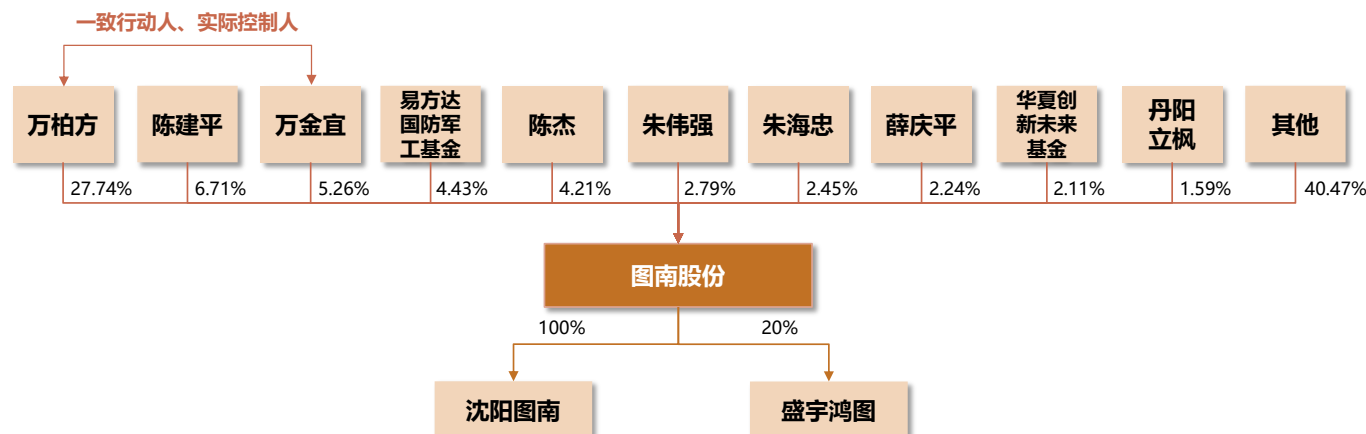
图1：励精图治三十年，拥有全产业链工业化生产能力



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

公司实控人为万柏方与万金直，合计持有 34.59% 股份。1) 截至 2022 年二季度末，董事长万柏方先生直接持有公司 27.74% 的股份，并通过丹阳立枫投资合伙企业间接控制公司 1.59% 的股份，合计持有 29.33% 的股份。万柏方先生的一致行动人万金直先生持有公司 5.26% 的股份，两人系父子关系，直接与间接合计持有公司 34.59% 的股份，为公司的控股股东及实控人。2) 公司与上海盛宇投资等发起设立盛宇鸿图，投资方向为特种新材料、电子信息新材料领域具有核心技术或渠道优势的高成长性科技型企业，公司实缴出资 4000 万元，占注册资本 20%。2021 年 7 月，公司在沈阳注册成立全资子公司沈阳图南，开展航空用中小零部件自动化加工产线项目建设，预计达产年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。

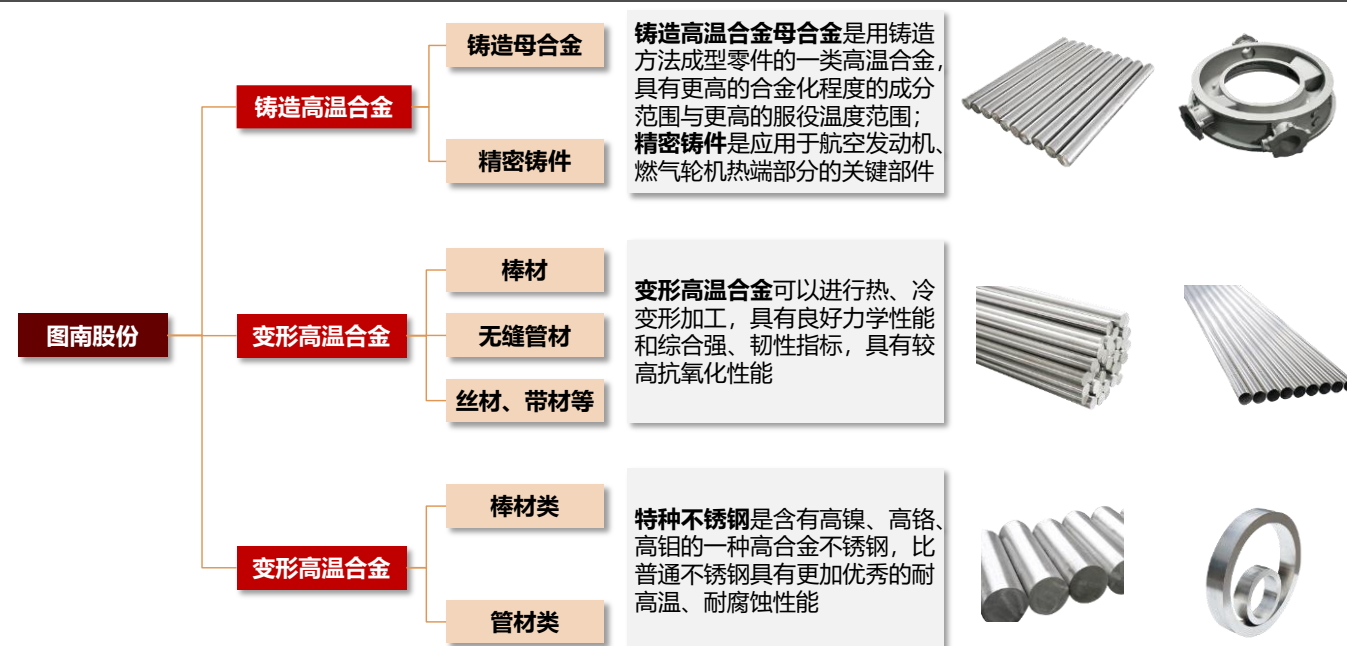
图2：万柏方与万金宜持有 34.59%股份，为公司实控人



资料来源：wind，民生证券研究院（截至 2022 年二季度末） 注：万柏方通过丹阳立枫投资合伙企业间接控制公司 1.59%的股份

主营铸造高温合金、变形高温合金和特种不锈钢。1) 公司掌握高温合金材料的超纯净熔炼、近净型熔模精密铸造技术、高精度无缝管材制造等关键核心技术，是航空发动机、燃气轮机高端装备制造的重要供应商。2) 公司为阳江、田湾、福清等核电站的建设提供堆内构件和驱动机构材料；3) 为航空发动机配套科研、生产大型复杂薄壁高温合金结构件，为飞机和航空发动机配套科研生产高温合金和特种不锈钢无缝管。从配套产品看，当前铸造高温合金的配套规模较大。公司将进一步发挥全产业链生产流程的优势，针对特种产品配套多品种、多规格、小批量的特点，加快变形高温合金、特种不锈钢等其他业务的配套研制，进一步丰富产品的种类。

图3：主营三大类产品：铸造高温合金、变形高温合金、特种不锈钢

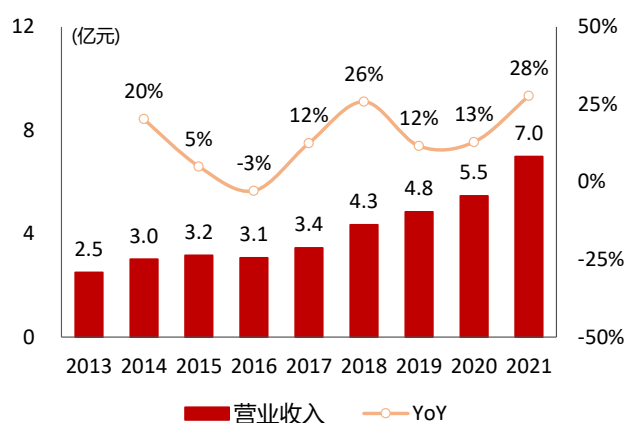


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

1.2 费用管控能力增强，盈利水平持续提升

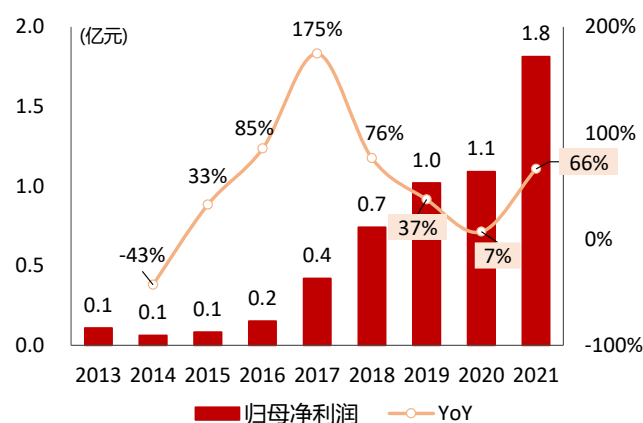
营收及利润规模逐年增加，盈利水平不断提升。公司 2021 年实现营收 7.0 亿元，同比增加 27.7%；实现归母净利润 1.8 亿元，同比增加 66.2%。同时我们看到，2016~2021 年，营收 CAGR 为 17.9%，归母净利润 CAGR 为 63.9%，归母净利润年复合增速大幅高于营收年复合增速，公司盈利水平不断提升。

图4：2016~2021 年营收规模逐年增大



资料来源：wind，民生证券研究院

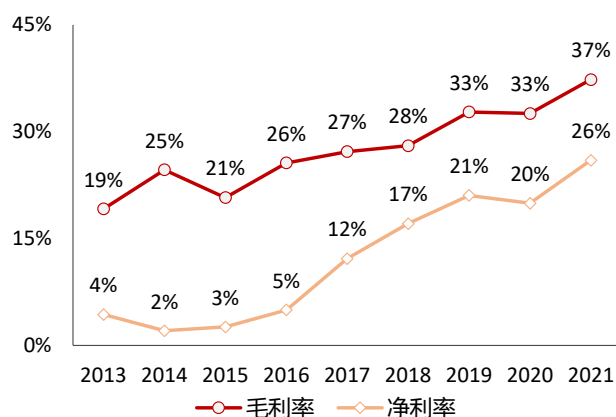
图5：2016~2021 年归母净利润规模迅速增长



资料来源：wind，民生证券研究院

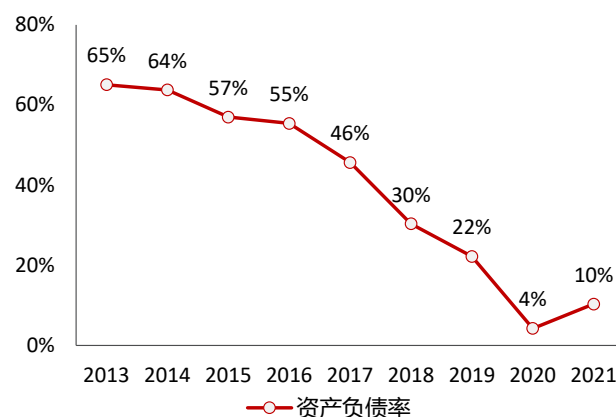
利润率持续提升，负债规模持续下降。1) 2021 年毛利率达 37.3%，同比增加 4.7ppt；净利率达 26.0%，同比增加 6.0ppt。从历史上看，公司毛利率从 2013 年 19% 提升至 2021 年 37%，盈利能力提升明显，主要原因是产品结构改善和规模效应。2) 公司资产负债率由 2013 年的 65.1% 逐年下降至 2019 年的 22.2%，主要系净利润持续增加所致，同时应付账款及长短期借款余额均有减少，总体负债规模降低。2020 年 IPO 募资后，资产负债率进一步下降至 4.3%，2021 年上升至 10.3% 主要系应付账款增加所致。

图6：2016~2021 年利润率整体提升



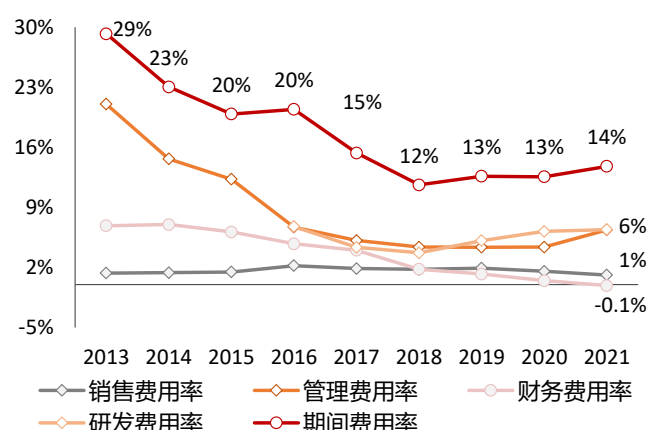
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：资产负债率总体呈下降趋势

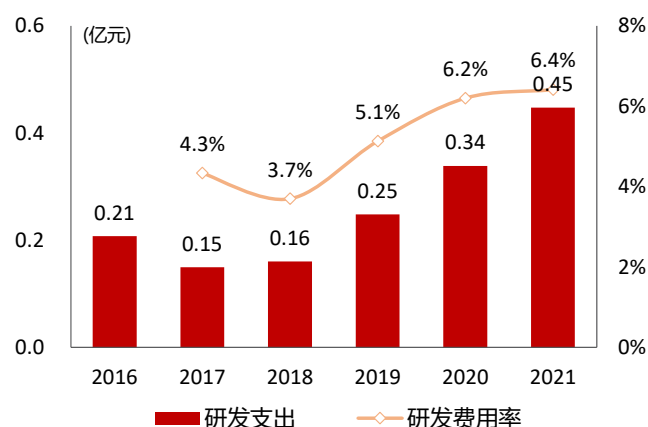


资料来源：wind，民生证券研究院

期间费用率呈下降趋势，费用管控能力增强。公司期间费用率由 2016 年的 20.4% 下降至 2021 年的 13.8%，总体呈下降趋势。具体看 2021 年，销售费用率 1.1%，同比下降 0.4ppt；管理费用率 6.4%，同比增加 2.0ppt；财务费用率-0.1%，同比下降 0.6ppt；研发费用率 6.4%，同比增加 0.2ppt。2018 年以来，公司研发支出逐年增加，主要系研发项目增多及确认研发人员股份支付费用所致。研发人员数量由 2019 年的 70 名增加至 2021 年的 90 名（占总人数的 17.3%），研发团队保持持续扩张的趋势。

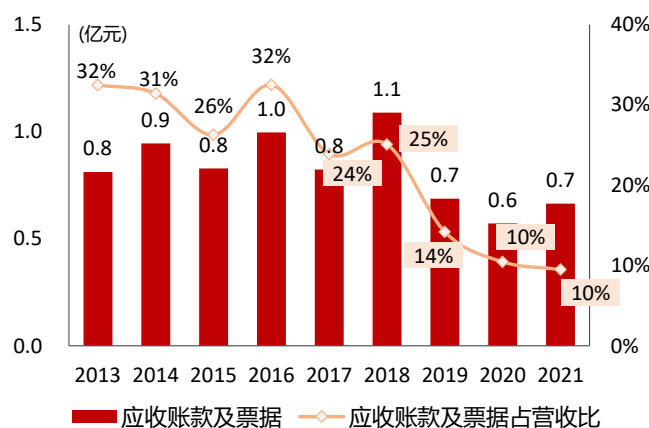
图8：2016~2021 年期间费用率整体下降


资料来源：wind，民生证券研究院

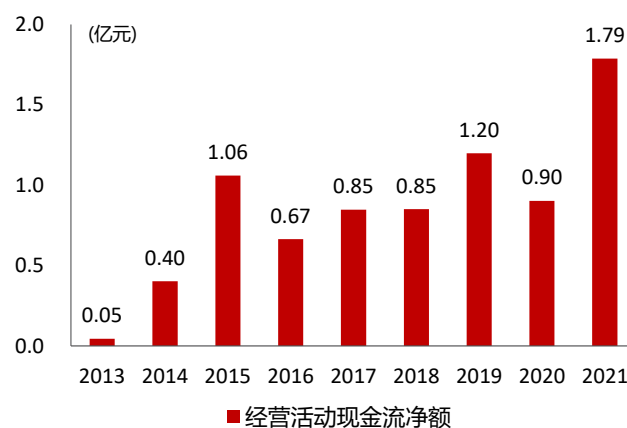
图9：2017~2021 年研发投入逐年加大


资料来源：wind，民生证券研究院

应收账款回款情况良好，经营性现金流持续净流入。公司为应收账款的安全收回制定了严格的内控制度，从客户的类型、合作年限、年采购量、付款模式等方面对客户进行五级分类，确定不同的信用等级额。同时将应收账款回款情况纳入销售人员绩效考核标准，应收账款的回款情况良好，2016~2021 年，公司应收/营收比例不断降低，从 32% 下降至 10%。公司的经营活动净现金流持续保持净流入状态，经营状况良好。

图10：应收占营收比总体呈下降趋势


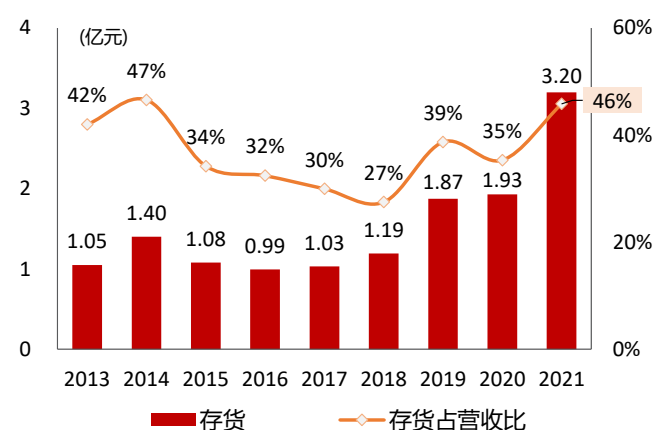
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：经营活动净现金流持续保持净流入


资料来源：wind，民生证券研究院

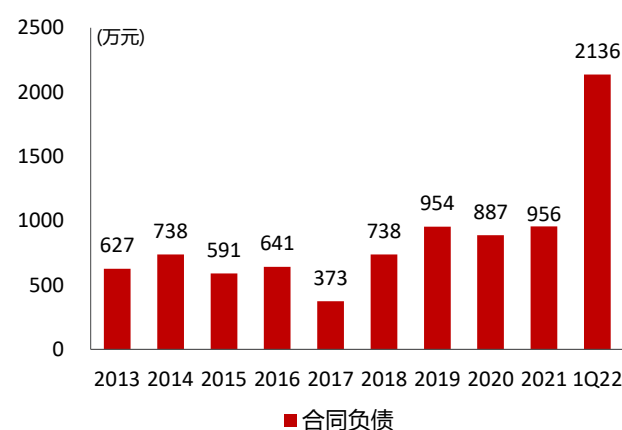
存货规模逐年扩大, 合同负债 1Q22 大幅增长。2017~2021 年公司存货规模逐年增大, 主要系下游需求增长拉动, 公司为保证产品交付, 生产备货增加所致。截至 2022 年一季度末, 公司合同负债规模达到 0.21 亿元, 较年初大幅增长 123%, 主要系受需求增长, 客户先行预付部分货款所致。

图12: 2017~2021 年存货规模逐年扩大



资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 1Q22 末合同负债规模较年初增长 123%



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 2013~2019 年列示预收账款

2 航空发动机拉动需求，国产替代空间大

2.1 高温合金：航空发动机结构中的关键材料

高温合金一般以铁、镍、钴为基，是一类既能在 600℃以上的高温下抗氧化、抗腐蚀、抗蠕变，又能在一定高强机械应力作用下长期工作的合金材料。高温合金的根本特性在于其在一定温度下所具有的高强度，因此俄罗斯将其称为“热强合金”，欧美则称之为“超合金”。**高温合金主要有按基体元素种类、按材料成型方式和按合金强化类型三种方式进行分类的标准。**1) 按照基体元素种类，高温合金可以分为铁基、镍基和钴基，目前市场需求占比最大的为镍基高温合金，达 80% 以上。2) 按照制备工艺，我们可以将高温合金分为变形高温合金、铸造高温合金及粉末高温合金，这也是最常用的分类方法。根据华经产业研究院，**变形高温合金与铸造高温合金的应用最广，2020 年分别占市场需求的 70%与 20%。**

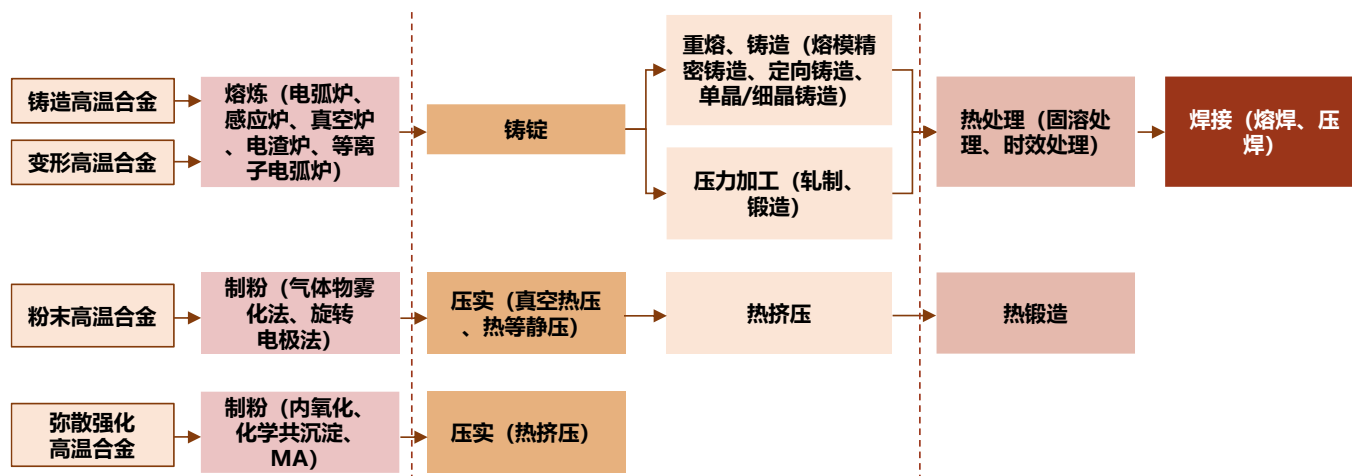
图14：高温合金可分别按基体元素种类、材料成型方式、合金强化类型进行分类

分类标准	具体名称	基本性能	核心应用
基体元素种类	铁基高温合金	含铁50%，通常加入15~40%的镍，适合700℃以下温度	使用温度较低的航空航天发动机及工业燃气机的涡轮盘、机匣和轴等零部件，也适用于承力件、紧固件
	镍基高温合金	含镍>50%，适合650~1000℃	航空航天发动机涡轮部分工作叶片、导向叶片、涡轮盘和燃气室等最热段零件
	钴基高温合金	含钴40~65%，适合730~1100℃	导向叶片材料
材料成型方式	变形高温合金	可进行冷、热轧制加工，具有良好的强韧性和力学性能，具有较高的抗氧化、抗腐蚀性。工作温度-253~1320℃	航空航天发动机燃烧室、机匣、涡轮盘与叶片等结构件
	铸造高温合金	以铸造的方法直接制备零部件的高温合金材料，属于变形高温合金的下游。工作温度1300~1500℃	航空发动机、涡轮叶片（包括成材率较低的单晶叶片）、导向叶片、整铸涡轮、增压器、涡轮机匣、尾喷管调节器
	粉末高温合金	通过粉末法改善难于变形的铸造高温合金的热塑性，使其成为变形高温合金，显著提升了其热加工性能	航空发动机的涡轮盘、压气机盘、导流盘、涡轮工作叶片前后挡板、弹性环、鼓筒轴和承力环等零部件
合金强化类型	固溶强化	优异的抗氧化性、良好的塑性和成型性以及一定的高温强度	环境温度较高，但承受应力较低的零件，如燃烧室和火焰筒等部件
	时效沉淀强化	较高的高温强度和蠕变强度以及良好的综合性能	承受高负荷、中高温环境中的零部件，如涡轮叶片和涡轮盘等结构件
	晶界强化	在合金中加入少量硼、镁、锆等元素改善晶界状态以提高合金抗蠕变能力	
	氧化物弥散强化	弥散分布氧化物颗粒具有高热稳定性，1000℃以上仍能保持较高的强度	

资料来源：《中国高温合金五十年》（师昌绪/仲增墉著，2006-08），民生证券研究院

高温合金产品生产工艺主要包括熔炼、铸造、热处理三个步骤。大多数高品质高温合金并非只采用一种工艺进行熔炼，而是采用双联工艺或三联工艺。双联工艺即通过“真空感应炉+电渣重熔炉”或“真空感应炉+真空自耗炉”来生产；**三联工艺则采用“真空感应炉+电渣重熔炉+真空自耗炉”的方式进行生产。**我国从 2010 年左右引入三联工艺，目前在部分产品中得到应用。值得注意的是，转动件基本都要求使用三联工艺。

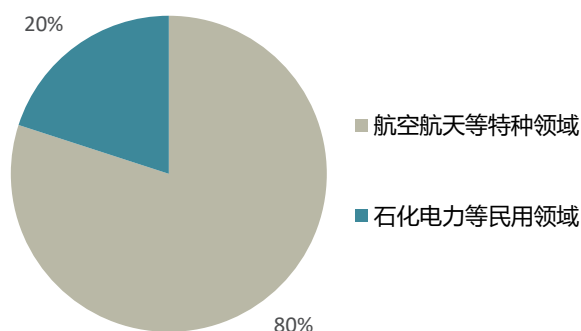
图15：高温合金制品生产工艺主要包括熔炼、铸造、热处理三个步骤



资料来源：《高温合金材料学制备工艺》，民生证券研究院

我国高温合金约 80% 应用于航空航天领域。高温合金在需要材料承受高温的环境中有广泛的应用，在航空航天、核能发电、船舶燃气轮机等领域有较高价值，其中航空航天领域是高温合金最重要的消费领域，也是要求最高的领域。全球约 55% 的高温合金用于航空航天等领域，而我国大部分高温合金用在航空航天领域。

图16：我国 80% 的高温合金用于航空航天等特种领域



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院 注：图中为 2020 年数据

图17：高温合金主要下游应用领域

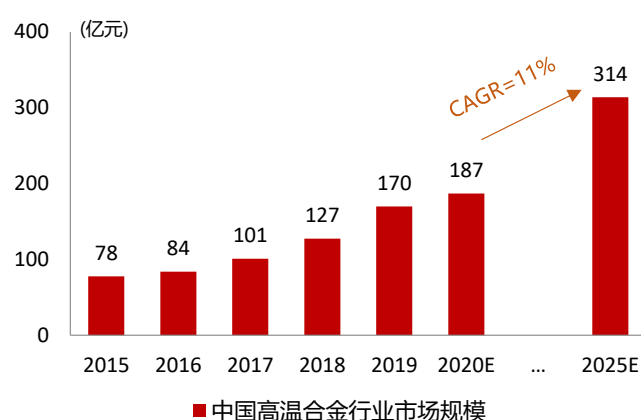


资料来源：钢研高纳招股书，民生证券研究院

2.2 供需情况：当前依赖进口，国产替代空间较大

全球高温合金未来市场增量主要来源于中国。高温合金行业产能增长主要以现有厂商扩产为主，但生产工艺复杂、下游认证周期长等原因导致该行业整体增速较缓。2015~2019 年，全球高温合金市场规模 CAGR 为 4.79%，中国 CAGR 为 21.66%，国内市场增速明显高于全球市场增速。根据前瞻产业研究院数据，2020 年全球高温合金市场规模 137 亿美元，2024 年将达到 173 亿美元；2020 年我国高温合金市场规模为 187 亿元，并将于 2025 年达到 314 亿元。

图18：中国高温合金市场规模预计在 2025 年达到 314 亿元



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

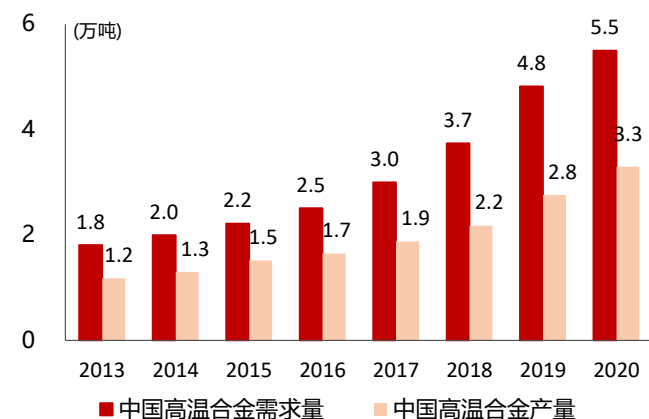
图19：全球高温合金市场规模预计在 2024 年达到 173 亿美元



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

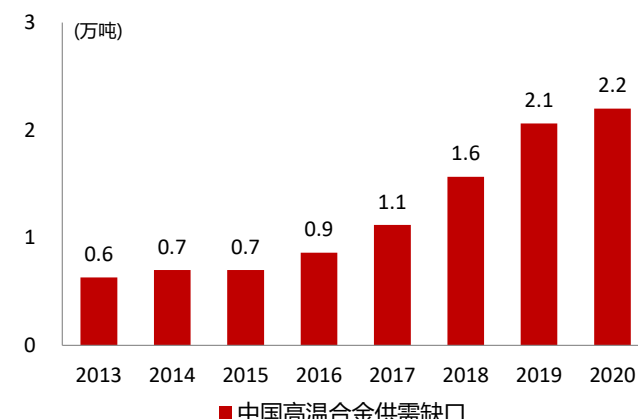
我国高温合金供需缺口较大。2013~2020 年，我国高温合金产量 CAGR=15.83%，需求量 CAGR=17.74%，需求增速大于供给增速，供需持续不匹配。高温合金供需缺口不断扩大，2020 年已达 2.2 万吨；缺口增速先快后慢，2018 年达峰值 40%。航空、航天、燃气轮机等领域的高端高温合金国产替代空间较大。随着国内企业生产工艺和技术的提升，产能建设速度加快，高温合金的国产化率有望迅速提升。

图20：中国高温合金产量与需求量持续不匹配



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图21：中国高温合金供需缺口逐年增加



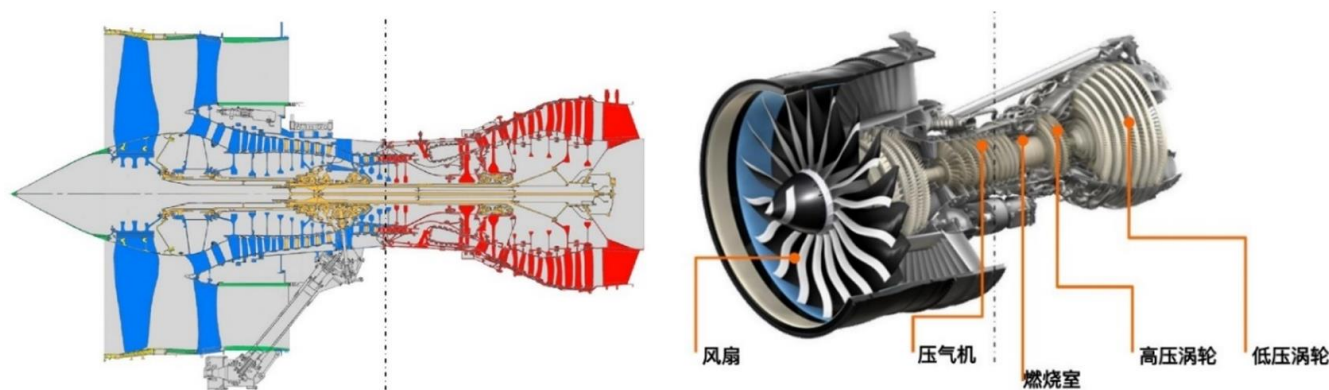
资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

2.3 市场空间：航空发动机和燃气轮机驱动需求增长

2.3.1 航空发动机放量是主要驱动因素

高温合金占航空发动机质量 40~60%。高温合金主要应用于航空航天领域，以航空发动机为主，主要用于燃烧室、导向器、涡轮叶片和涡轮盘四大热端部件制造，高温合金占航空发动机总重量的 40~60%。在民用工业的能源动力、交通运输、石油化工、冶金矿山和玻璃建材等领域，镍基高温合金有广泛的应用，主要用于柴油机和内燃机的增压涡轮、工业燃气轮机、内燃机阀座、转向辊等部件。

图22：高温合金主要应用于航空发动机上的热端部件



资料来源：钢研高纳招股书，民生证券研究院 注：左图红色部分为先进航空发动机中关键的热端承压部件，全部为高温合金

图23：我国高温合金企业营收及产销量

公司	产品	项目	2018	2019	2020	2021
抚顺特钢	变形高温合金	营收 (亿元)	7.9	10.5	11.6	13.0
		产量 (吨)	4,294	5,842	5,483	5,894
		销量 (吨)	4,222	5,482	5,817	6,049
		单价 (万元/吨)	18.6	19.1	19.9	21.6
		产销率 (%)	98%	94%	106%	103%
钢研高纳	变形/铸造/新型高温合金	营收 (亿元)	8.9	14.3	15.8	19.9
		产量 (吨)	5,922	10,114	10,192	13,445
		销量 (吨)	5,650	10,035	9,820	13,322
		单价 (万元/吨)	15.7	14.3	16.1	14.9
		产销率 (%)	95%	99%	96%	99%
图南股份	变形/铸造高温合金	营收 (亿元)	3.2	3.7	3.9	4.9
		销量 (吨)	1,589	1,745	1,956	2,066
		单价 (万元/吨)	20.0	21.5	19.8	23.6
隆达股份	铸造高温合金	营收 (亿元)	0.4	1.1	1.8	3.1
		产量 (吨)	356	576	974	1,105
		销量 (吨)	327	571	931	1,071
		单价 (万元/吨)	10.7	19.1	19.8	28.6
		产销率 (%)	92%	99%	96%	97%
西部超导	变形高温合金	营收 (亿元)		0.1	0.3	1.0
		销量 (吨)		82	246	503
		单价 (万元/吨)		12.5	13.9	20.2

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

2.3.2 燃气轮机是高温合金的重要应用方向

高温合金的另外一个重要应用是燃气轮机。燃气轮机具有功率大、尺寸小、起动迅速、加速性和机动性好等特点，对国防、能源、电力等领域都有重要的战略意义。目前，国际上已经发展了三代燃气轮机，部分四代高效燃气轮机已投入使用。在舰船动力方案选择上，燃气轮机的主要竞争对手是舰用柴油机和舰用蒸汽轮机，燃气轮机自身特性与舰船动力系统性能要求更为吻合，成为了各国舰船动力系统发展的主流选择。

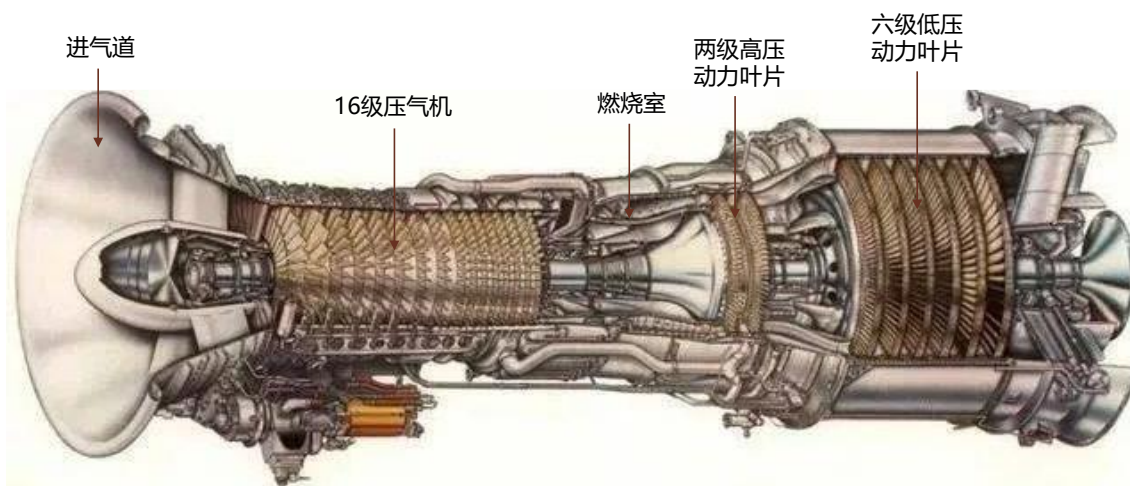
图24：我国燃气轮机发展的主要研制生产单位

工业部门	厂所
中国航发	航发动力（黎明集团、西航集团、南方集团、黎阳集团）、606所、608所、东安发动机、兰翔机械
船舶	中船重工703所
机械	东方汽轮机（东方电气）、哈尔滨汽轮机（哈尔滨电气）、上海电气、南京汽轮电机集团
中科院	工程热物理研究所

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

燃气轮机国产化加速驱动高温合金需求增长。高温合金在燃气轮机中占有重要地位，在燃烧室、导向叶片、涡轮工作叶片以及涡轮盘等部件上都有应用。目前我国燃气轮机主要研制力量来自于中国航发、船舶、机械、中科院等部门及院所。国产舰船用燃机逐渐进入批产，将驱动高温合金的需求持续增长。

图25：轻型燃气轮机结构图



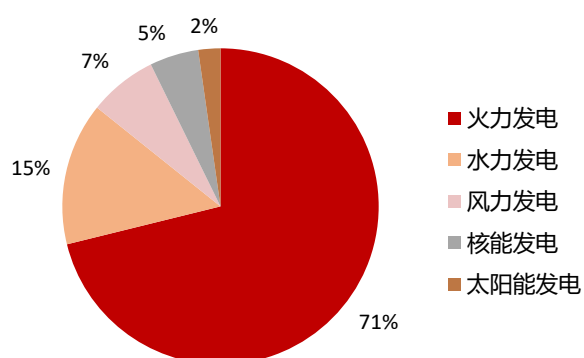
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

2.3.3 核电建设加快，预计新增高温合金年需求 3631 吨 (2022~2030 年)

高温合金在核电领域也有较为广泛的应用。1974 年，我国自主设计了第一座核电站——秦山核电站，中国也因此成为了世界上第七个能够自主设计建造核电站的国家。历经五十年发展，我国已经拥有了完整的核工业体系。目前，我国已经率先实现了由二代向三代核电技术的跨越式发展，全面掌握了反应堆压力容器、蒸汽发生器、保护控制系统和核级焊材、核级密封件等关键设备，材料制造技术，具备了每年 8~10 台/套电主设备制造能力和同时建造 30 台以上核电机组的工程施工能力，综合国产化率已达 88%以上。“十四五”期间，我国核电有望按照每年 8 台的建设规模推进，核电领域的发展将拉动对高温合金材料的需求。

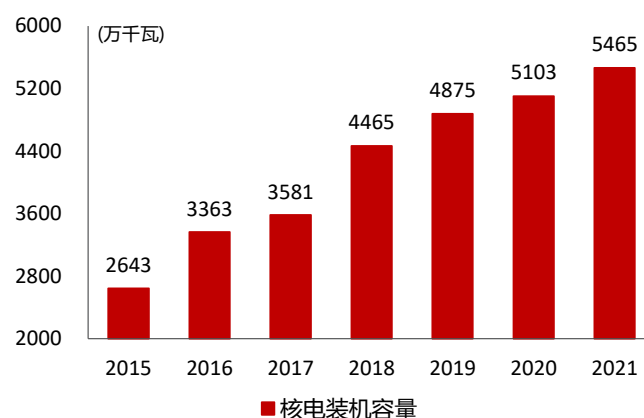
核电装备制造高温合金年需求有望达 3631 吨。在核电装备制造业中，高温合金主要应用于承担核反应工作的核岛内，核电装备中主要使用高温合金的部件包括燃料转运装置、控制棒驱动机构、压力容器、蒸发器及堆内构件、燃料棒定位格架、高温气体炉热交换器等。截至 2022 年 6 月，我国在运核电机组 54 台，在建核电机组 23 台，在运在建核电机组总数位居全球第二。预计 2022~2025 年，我国将进一步加快扩大装机规模，保持每年 6~8 台核电机组的核准开工节奏，2025 年核电运行装机容量达 7000 万千瓦左右。中国核能行业协会预测，核电装机规模将于 2030 年达 1.2~1.5 亿千瓦，我们预计，2022~2030 年间将年均新增 726 万千瓦规模，对应高温合金年均需求 3631 吨。

图26：中国发电量构成占比（2021 年）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图27：2015~2021 年中国核电装机容量



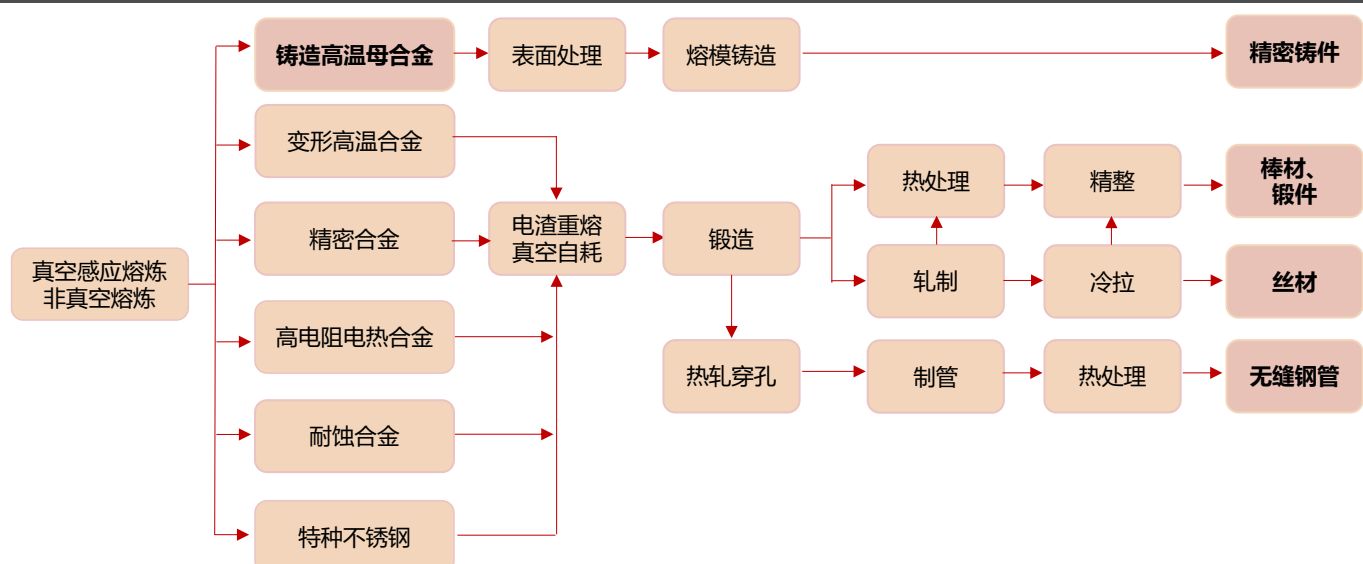
资料来源：中国核能行业协会，民生证券研究院

3 产品矩阵丰富，积极扩产拓展业务边界

3.1 生产流程完备；产品矩阵丰富产销量持续增长

完备的全产业链生产流程与丰富的产品结构。公司拥有先进的特种冶炼、精密铸造、制管等装备，按照专业化生产将流程分工为特种冶炼、铸造、锻轧、拉丝与制管五大生产线，拥有完备的全产业链生产流程。公司自主生产高性能特种合金材料，并通过冷、热加工等工艺，形成棒材、丝材、管材、铸件等丰富的产品结构。公司主营铸造高温合金、变形高温合金和特种不锈钢，是国内少数能同时批量化生产铸造高温合金制品和变形高温合金制品的企业之一。

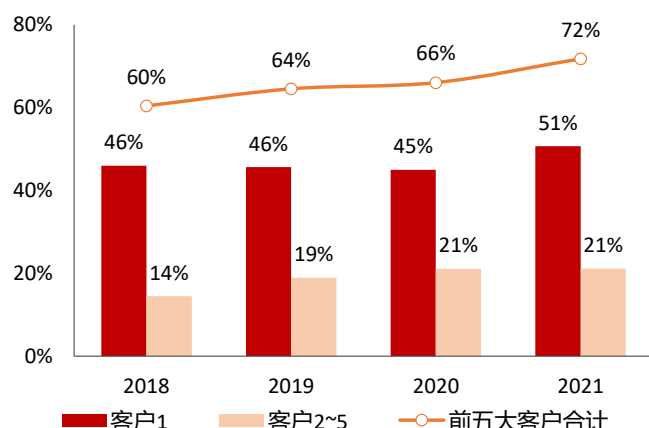
图28：公司拥有完备的全产业链生产流程



资料来源：招股说明书，民生证券研究院 注：粉色背景部分为公司各制造产线生产产品

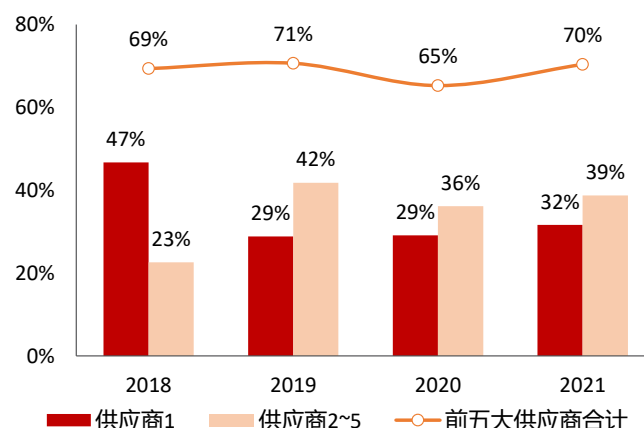
下游客户较为集中，需求持续可预期性强。在特种领域，公司与国内航空发动机主要生产商建立了长期合作关系，2018~2021年，公司前五大客户合计销售金额占公司销售总额比例分别为60.4%、64.5%、66.0%和71.7%，客户结构稳定，集中度较高。在高端民品领域，公司入选了上海电气电站设备有限公司汽轮机厂、上海电气核电集团上海第一机床厂等国内大型企业的合格供应商名录，后续业务发展在一定程度上有可靠保障。此外，公司的供应商基本保持稳定，2018~2021年，前五大供应商采购金额占比分别为69.4%、70.7%、65.3%和70.4%。

图29：2018~2021 年前五客户销售额占总销售额比



资料来源：wind，民生证券研究院

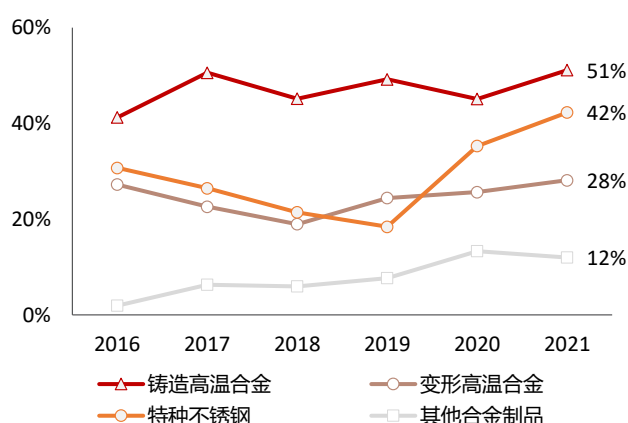
图30：2018~2021 年前五供应商采购额占总采购额比



资料来源：wind，民生证券研究院

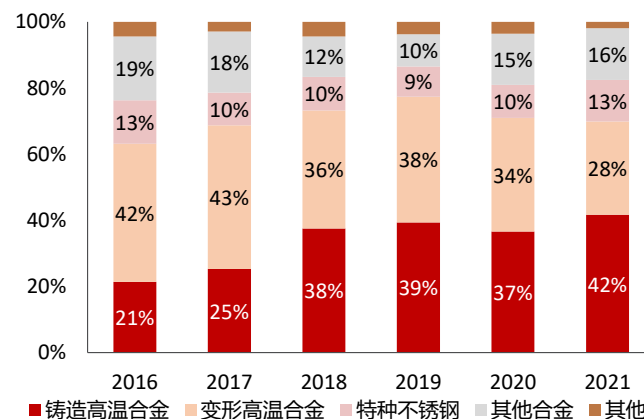
高附加值订单提量，改善公司综合毛利水平。公司综合毛利率由 2016 年的 25.6% 逐渐提高至 2021 年的 37.3%。**分产品看，1)** 铸造高温合金制品毛利率最高，主要系精密铸件较高的毛利率水平所致。受益于规模效应的释放及产品成材率的不断提高，精密铸件毛利率水平有望继续提高，从而进一步改善公司整体盈利能力；**2)** 变形高温合金制品毛利率先降后升，主要系原材料价格波动及细分产品销售占比改变的影响；**3)** 特种不锈钢毛利率于 2020~2021 年提升明显，主要系高附加值产品销售比重增大所致；**4)** 其他合金制品毛利率较低，公司主要通过生产、销售其他合金制品来提高残余金属原料利用价值及设备利用率，从而维护自身市场份额。

图31：2016~2021 年主营业务毛利率及趋势



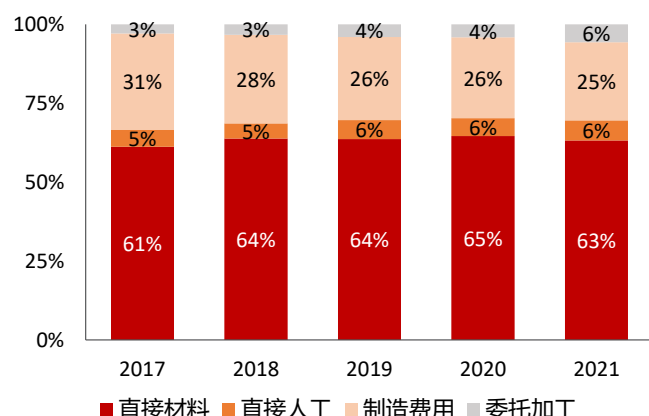
资料来源：wind，民生证券研究院

图32：2016~2021 年各业务收入占比情况



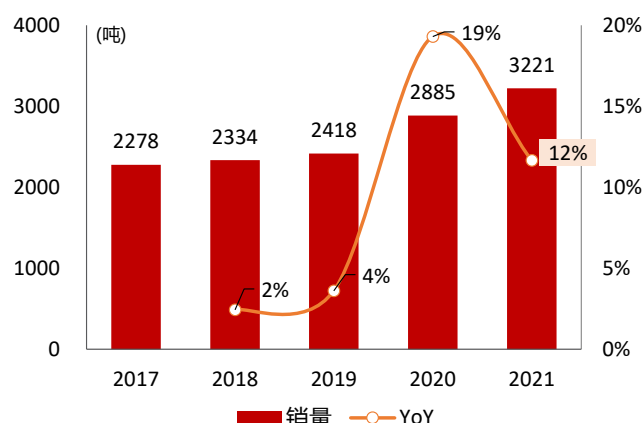
资料来源：wind，民生证券研究院

直接材料成本占比 60%以上，电解镍采购最多。2017 年以来，公司直接材料成本占总成本的 60% 以上，主要原材料包括电解镍、金属铬、金属钴、金属钼、电解铬、金属钨、金属铌等贵金属，其中，电解镍占比最高，因此镍价波动对公司毛利率会造成影响，根据公司招股书，假设 2017~2019 年，电解镍采购价格上涨 10%，主营业务毛利率将分别下滑 2.08ppt、2.16ppt、1.77ppt。

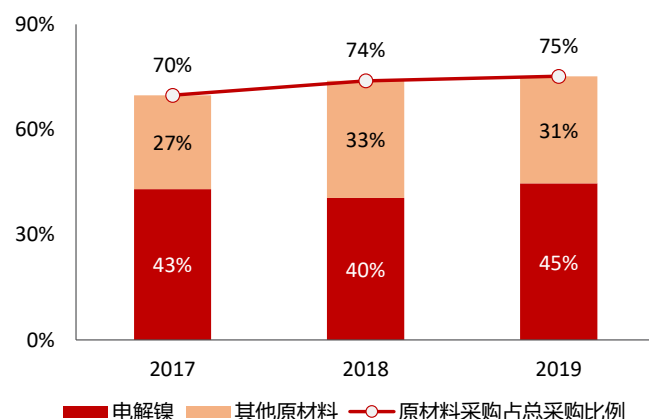
图33：2021 年直接材料成本占总成本比 63%


资料来源：公司公告，民生证券研究院

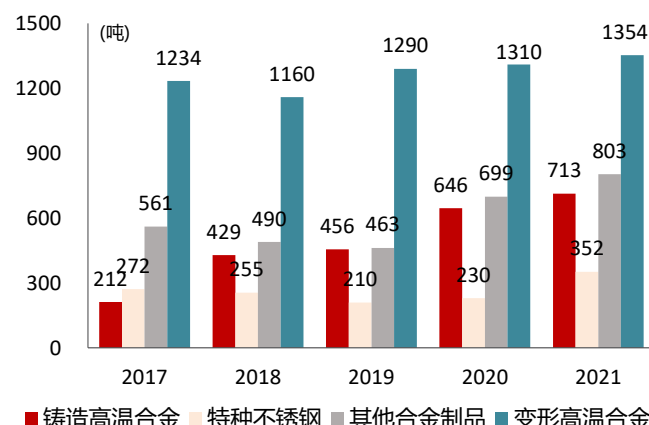
销量逐年增加，变形高温合金规模最大。2017~2021 年，公司销量不断提升，主要系下游需求增长所致。分产品看，1) 铸造高温合金销量提升显著，由2017 年的 212 吨上涨至 2021 年的 713 吨，年复合增速达到 35.4%；2) 变形高温合金销售规模最大，2021 年占总销量 42%。

图35：2017~2021 年销量不断提升


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图34：原材料采购金额占总采购额比


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图36：变形高温合金销量最高；铸造高温合金放量最快


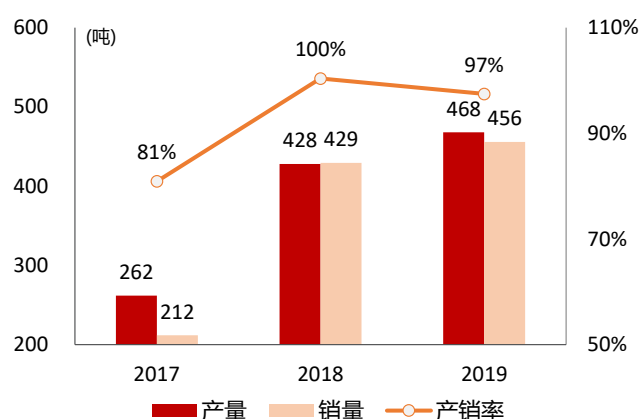
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 募投扩能应对需求旺盛；股权激励彰显发展信心

3.2.1 产能利用率较高，积极扩产发挥全产业链优势

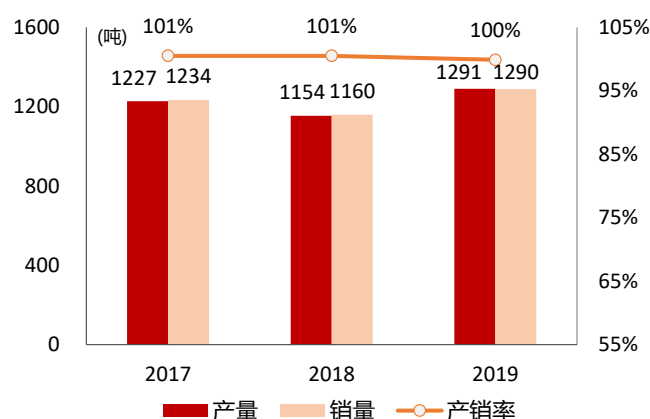
产能紧张制约企业发展；募投项目预计 2022 年完工。公司铸造高温合金和变形高温合金的产销率均接近 100%，下游需求旺盛，产能不足成为了公司进一步发展的瓶颈。公司 2020 年 IPO 募投项目包括“年产 1000 吨超纯净高性能高温合金材料建设项目”和“年产 3300 件复杂薄壁高温合金结构件建设项目”，分别投资 1.825 亿元和 2.582 亿元，合计金额 4.4 亿元，预计于 2022 年 12 月完工。项目建成达产后，预计新增年营收 3.21 亿元。

图37：铸造高温合金（母合金、精密铸件）产销量及产销率



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图38：变形高温合金产量、销量及产销率



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

调整项目方案，提高建设布局合理性。针对“年产 3300 件复杂薄壁高温合金结构件建设项目”，公司 2021 年 2 月变更新建建筑面积为 20960 平方米，较原规划增加 16540 平方米，增加了建筑工程投资约 2700 万元。截至 2022 年 6 月 30 日，“年产 1000 吨超纯净高性能高温合金材料建设项目”投资进度为 52.7%；“年产 3300 件复杂薄壁高温合金结构件建设项目”投资进度为 30.8%；“企业研发中心建设项目”投资进度为 56.0%。

图39：主要募投项目产品方案介绍

项目及产品名称	规格型号	年产量	总投资	建设期	达产后年营收
年产1000吨超纯净高性能高温合金材料		1000吨	1.8亿元	24个月	1.91亿元
1. 航空用高温合金母合金	K4750	350吨			
2. 航空用高温合金棒材	Inconel 718 (GH4169)	115吨			
3. 核电用高温合金棒材	Inconel X-750 (GH4145)	145吨			
4. 燃机用高温合金棒材	Nimonic 80A (GH4080A)	390吨			
年产3300件复杂薄壁高温合金结构件		3300件	2.6亿元	30个月	1.30亿元
1. 航空发动机复杂薄壁高温合金结构件A	直径<500mm	3,000件			
2. 航空发动机复杂薄壁高温合金结构件B	直径≥500mm	300件			

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2.2 两次实施股权激励，彰显长期发展信心

连续两年实施股权激励，彰显长期发展信心。1) 2021 年 3 月，公司实施 2021 年股权激励计划，以 18.38 元/股（经 2020 年分红调整后）的价格向 31 名激励对象授予股票 268 万股（占总股本 1.34%）；2) 2022 年 7 月，公司再次实施股权激励，以 20.93 元/股的价格向 19 名技术骨干和核心业务人员授予 35 万股限制性股票（占总股本 0.12%）。公司连续两年发布股权激励计划，深度绑定长期业务发展所需骨干，彰显对未来的发展信心。

图40：2021~2022 年两次实施股权激励

批次	首次授予日	授予价格 (元/股)	占授予日 股价比例	授予股票 数量 (万股)	占公告日 股本比例	授予对象	公司层面考核目标
2021年 股权激励 计划	2021/3/16	18.38	54.51%	268	1.34%	31名高级 管理人员等	2021年考核需满足以下条件之一：1) 以2020年营收为基数，2021年营收增长率不低于15%（实际同比增长28%）；2) 以2020年净利润为基数，2021年净利润增长率不低于16%（实际同比增长66%） 2022年考核需满足以下条件之一：1) 以2020年营收为基数，2022年营收增长率不低于30%；2) 以2020年净利润为基数，2022年净利润增长率不低于32%
2022年 股权激励 计划	2022/7/6	20.93	48.31%	35	0.12%	19名业务 及技术骨干	2022年考核需满足以下条件之一：1) 以2021年营收为基数，2022年营收增长率不低于20%；2) 以2021年净利润为基数，2022年净利润增长率不低于21% 2023年考核需满足以下条件之一：1) 以2021年营收为基数，2023年营收增长率不低于44%；2) 以2021年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于53%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 同业分析：竞争合作并存，创新扩产满足需求

我国从事高温合金材料及高温合金精密铸件生产的企业数量有限，主要以国家在计划经济时期规划的高温合金研发生产基地和原航空工业配套高温合金铸件的专业铸造单位为主。研产基地主要以钢研总院、中科院金属所为代表；大型老牌钢铁厂主要以抚顺特钢、宝钢特钢为代表；图南股份作为新进入者，是民营企业新秀。

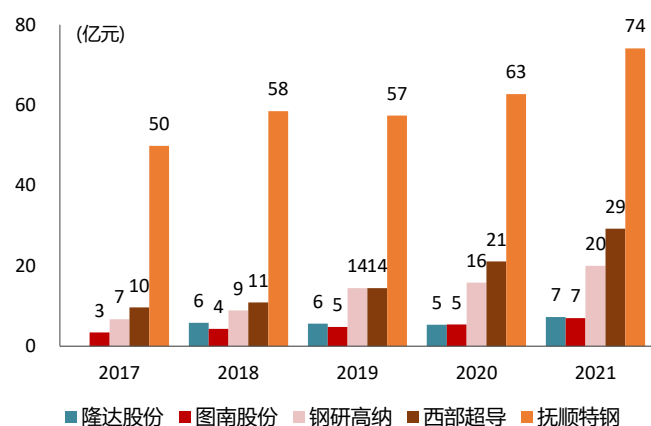
1) **钢研高纳**：是钢研集团旗下新材料产业的主要生产基地。1958 年以来共研制各类高温合金 120 余种，其中变形高温合金 90 余种，粉末高温合金 10 余种，均占全国该类型合金 80%以上。《中国高温合金手册》收录的 201 个牌号中，钢研高纳及其前身牵头研发 114 种（占比 56%），拥有突出的行业地位优势，是我国高温合金领域技术水平最先进、生产种类最齐全的企业之一。

2) **抚顺特钢**：始建于 1937 年，是我国最早的特殊钢企业之一，主营四大产品：高温合金、超高强度钢、不锈钢和工模具钢，在行业内有一定技术优势。在过去三个“五年计划”中，抚顺特钢承担和参与了国防科工局 190 余项特种新材料科研课题，在研课题 39 项。

3) **西部超导**：是由西北院和超导国际于 2003 年 2 月共同出资设立的一家中外合资经营企业，于 2019 年 7 月赴科创板上市，是我国航空用钛合金棒丝材的主要研产基地，是目前国内唯一实现超导线材商业化生产的企业，也是国际唯一的铌钛铸锭、棒材、超导线材生产及超导磁体制造全流程企业。公司 2021 年跨越高温合金业务的盈亏平衡，实现营收 1.0 亿元，占比 3.5%，全年生产高温合金 555 吨，同比增加 67.4%。

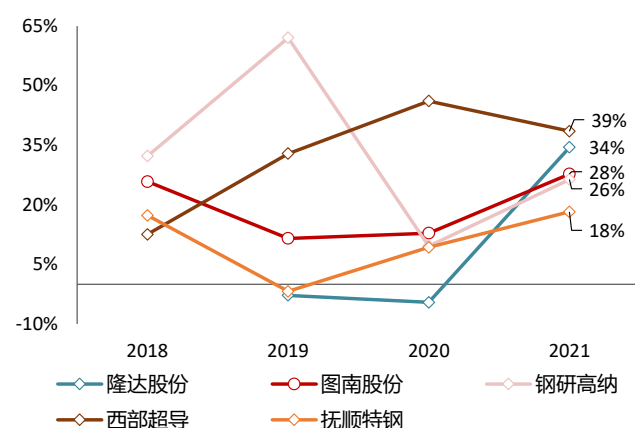
4) **隆达股份**：成立于 2004 年，于 2022 年 7 月赴科创板上市，业务由合金管材向镍基耐蚀合金、高温合金逐步拓展。铸造高温合金聚焦两机产业链，面向国内外市场，并参与国产航空发动机和重型燃气轮机热端部件高温合金的研发和试制；变形高温合金已建成“真空感应+电渣重熔+真空自耗”三联熔炼工艺生产线，部分牌号正在两机领域客户验证。高温合金营收占比由 2018 年的 6.0%逐年快速提升至 2021 年的 42.2%。2018~2021 年，综合毛利率由 12.5%逐年提升至 19.8%；净利率由-3.9%逐年提升至 9.7%，盈利能力提升主要系附加值更高的高温合金产品占比增大所致。

图41：营收：抚顺特钢营收规模最大，2021 年约为图南股份的 11 倍



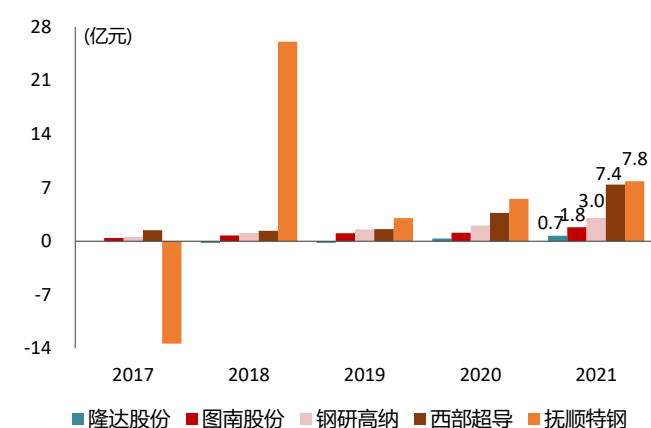
资料来源：wind，民生证券研究院

图42：营收同比增速：图南股份 2021 年营收同比增长 28%，低于西部超导（39%）及隆达股份（34%）



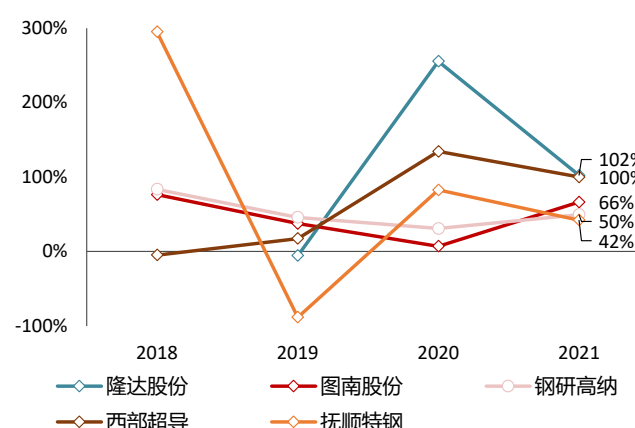
资料来源：wind，民生证券研究院

图43：归母净利润：抚顺特钢归母净利润规模最大，2021 年约为图南股份的 4 倍



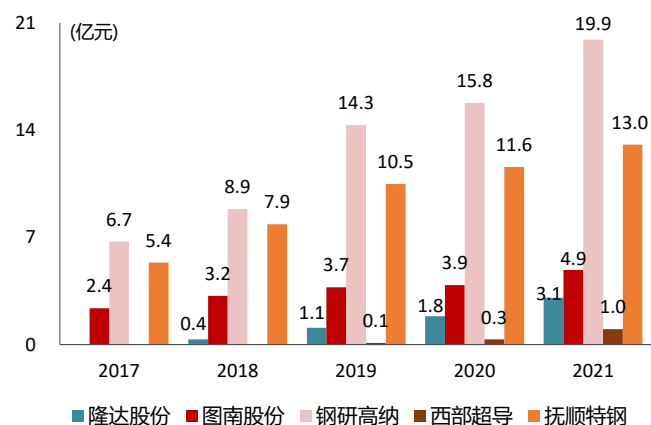
资料来源：wind，民生证券研究院

图44：归母净利润同比增速：图南股份 2021 年归母净利润同比增长 66%，低于隆达股份（102%）及西部超导（100%）



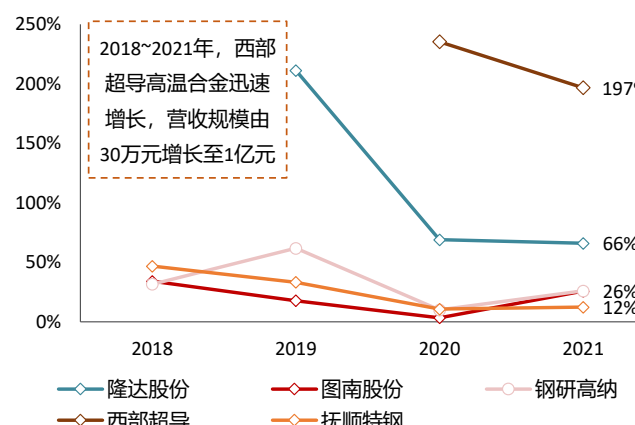
资料来源：wind，民生证券研究院

图45：高温合金业务营收：钢研高纳、抚顺特钢高温合金营收规模较大

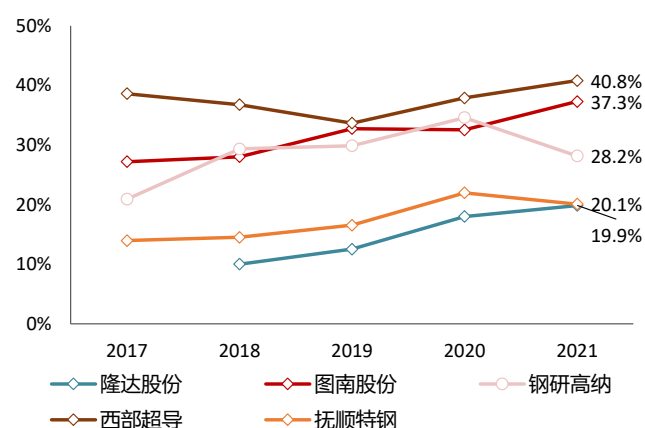


资料来源：wind，民生证券研究院

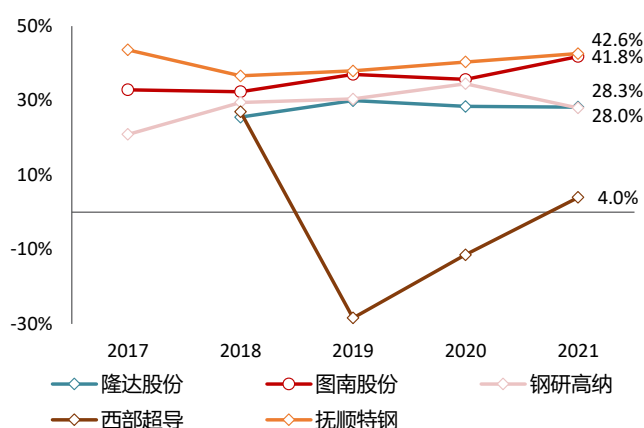
图46：高温合金业务营收同比增速：由于基数较小，西部超导高温合金营收规模迅速增长



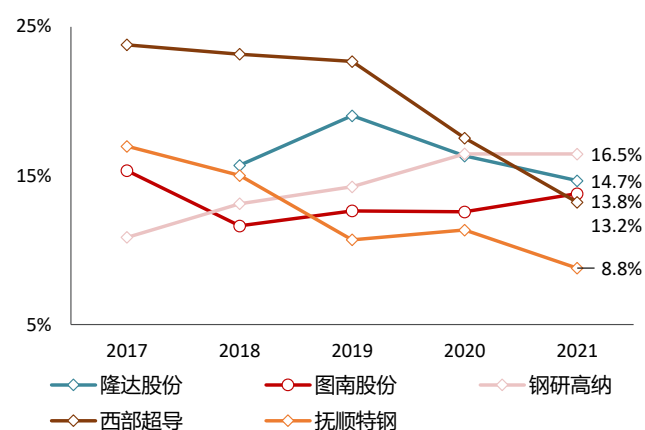
资料来源：wind，民生证券研究院

图47：毛利率：西部超导高于其他公司，2021 年为 40.8%


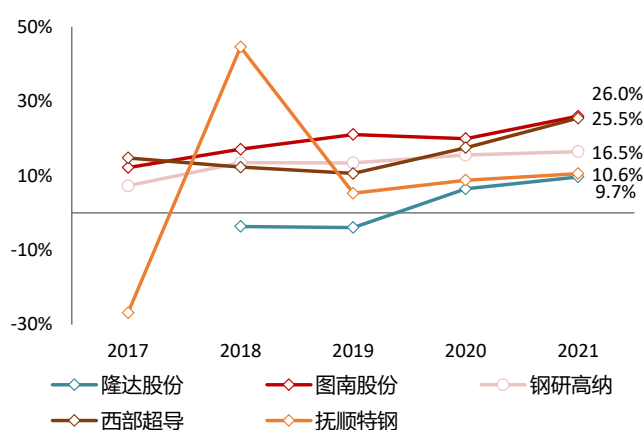
资料来源：wind，民生证券研究院

图48：高温合金毛利率：抚顺特钢、图南股份高温合金附加值高于其他公司


资料来源：wind，民生证券研究院

图49：期间费用率：图南股份总体处于较低水平，西部超导、抚顺特钢下降较快


资料来源：wind，民生证券研究院

图50：净利率：图南股份高于其他公司，2021 年为 26.0%


资料来源：wind，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

基于此前各产品占总收入的比例情况,且募投项目将为公司新增年产 1000 吨超纯净高性能高温合金材料产能,同时考虑到高附加值产品占比提升带来的产品结构优化,我们预计 2022~2024 年: **1)** 铸造高温合金分别实现营收 4.3 亿元、5.6 亿元、6.5 亿元;毛利率分别是 53.7%/54.8%/54.8%; **2)** 变形高温合金分别实现营收 2.4 亿元、3.0 亿元、3.2 亿元;毛利率分别是 29.5%/29.8%/29.8%; **3)** 特种不锈钢分别实现营收 1.1 亿元、1.3 亿元、1.5 亿元;毛利率分别是 45.7%/46.1%/46.1%。

表1: 主营业务收入预测 (百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
铸造高温合金	163.1	190.8	200.1	291.0	427.3	564.0	648.6
(+/-%)	86.9%	17.0%	4.9%	45.4%	46.8%	32.0%	15.0%
变形高温合金	155.0	184.0	187.6	196.8	236.2	295.3	324.8
(+/-%)	3.4%	18.7%	2.0%	4.9%	20.0%	25.0%	10.0%
特种不锈钢	44.1	44.3	54.5	87.5	109.3	131.2	150.9
(+/-%)	29.2%	0.5%	23.2%	60.4%	25.0%	20.0%	15.0%
其他合金制品	52.9	47.1	84.6	109.5	120.4	130.1	134.0
(+/-%)	-17.1%	-11.0%	79.6%	29.4%	10.0%	8.0%	3.0%
营业总收入	434.1	484.2	546.3	697.9	906.4	1,133.6	1,471.3
(+/-%)	25.9%	11.5%	12.8%	27.7%	29.9%	25.1%	29.8%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

表2: 主营业务毛利润 (百万元) 及毛利率预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
铸造高温合金	73.7	93.9	90.2	148.8	229.4	308.8	355.2
毛利率	45.2%	49.2%	45.1%	51.1%	53.7%	54.8%	54.8%
变形高温合金	29.4	44.9	48.1	55.3	58.1	70.4	88.0
毛利率	19.0%	24.4%	25.6%	28.1%	29.5%	29.8%	29.8%
特种不锈钢	9.4	8.1	19.2	37.0	39.9	50.4	60.5
毛利率	21.4%	18.4%	35.3%	42.3%	45.7%	46.1%	46.1%
其他合金制品	3.1	3.6	11.2	13.1	13.1	14.4	15.6
毛利率	6.0%	7.7%	13.3%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
毛利润合计	121.7	158.6	177.9	260.3	346.5	450.0	619.2
毛利率	29.7%	30.3%	12.2%	46.4%	33.1%	29.9%	37.6%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

5.2 估值分析与投资建议

我们选取高温合金领域 4 家公司作为可比公司进行分析：**1) 抚顺特钢**，我国大型特殊钢重点企业和特种材料研产基地，主营变形高温合金及特种不锈钢；**2) 钢研高纳**，我国高端和新型高温合金制品生产规模最大的企业之一，主营铸造高温合金及变形高温合金；**3) 西部超导**，钛合金核心标的，同时布局高温合金业务，主营变形高温合金；**4) 隆达股份**，业务由合金管材向镍基耐蚀合金、高温合金拓展，主营铸造高温合金。上述公司主营业务与公司核心业务具有可比性。

公司全产业链生产流程完备，具有高成长动能。同时，募投项目将助其突破产能瓶颈，为下游需求提供保障。值得注意的是，2021 年 7 月，公司在沈阳注册成立全资子公司沈阳图南，开展航空用中小零部件自动化加工产线项目建设，公司在自身高温合金材料业务之上进一步进行产业链纵向延伸，新业务有望成为公司第二增长曲线。我们预计，公司 2022~2024 年归母净利润分别是 2.49 亿元、3.24 亿元和 4.53 亿元，同比增速分别是 37.3%、30.3%和 39.8%。当前股价对应 2022~2024 年 PE 为 60x/46x/33x。可比公司 2022~2024 年 PE 均值为 52/34/26 倍，公司 PE 估值高于行业平均水平。主要原因是：

1) 稀缺性：兼具铸造和变形高温合金业务。公司作为高温合金民营企业，同时具有铸造和变形高温合金，具有稀缺性；

2) 成长性：向下游拓宽成长边界。公司成立子公司沈阳图南，承接发动机主机厂的配套业务，向下游产业链延伸，通过分析飞机产业链外协模式可知，此业务未来发展空间较大，这将有助于公司在未来较长时间内保持较高增速，拓宽成长边界。

基于上述两点，公司与钢研高纳类似，享有市场的估值溢价。我们认为公司未来发展空间较大。**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

表3：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300034.SZ	钢研高纳	51.22	0.63	0.85	1.16	1.57	81	60	44	33
600399.SH	抚顺特钢	17.48	0.40	0.45	0.66	0.86	44	39	26	20
688122.SH	西部超导	107.40	1.68	2.15	2.94	3.79	64	50	37	28
688231.SH	隆达股份	38.30	0.38	0.67	1.26	1.80	101	57	30	21
平均值			0.77	1.03	1.51	2.01	72	52	34	26
300855.SZ	图南股份	49.38	0.91	0.82	1.07	1.50	54	60	46	33

资料来源：wind，民生证券研究院预测；注：可比公司采用 wind 一致预期，收盘价为 2022 年 08 月 17 日数据

6 风险提示

1) 原材料价格波动：公司产品的原材料为电解镍、金属钴、金属铬等金属材料，其价格的波动对原材料的采购价格具有较大影响。电解镍市场价格近三年呈上升趋势，虽然公司通过批量采购、合理安排采购时点等多种措施对其加以应对，但是如果原材料价格在未来保持持续上升态势，则会导致产品成本上升，如果公司不能及时调整产品售价，公司毛利率和经营业绩将会受到不利影响。

2) 募投项目建设不及预期：公司本次募集资金进行项目投资，综合考虑了当前市场状况、技术水平及发展趋势、产品及工艺、原材料供应、生产场地及设备等因素，并会同相关专家对可行性进行了充分论证。如果募集资金不能及时到位，行业环境、市场环境等情况发生突变，或项目建设过程中由于管理不善或产生在目前条件下无法预料的技术障碍等因素影响了项目进程，募集资金投资项目的效益将会不及预期。

3) 客户集中度较高：公司的高性能合金材料及制品已通过了多款航空发动机型号验证，成为了国内大型航空发动机制造厂商的主要供应商之一。公司与主要客户建立了良好稳定的合作关系，2021 年前五大客户销售收入占总营收比达 72%。如果现有客户需求受政策变化影响而大幅下降，较高的客户集中度将对公司的经营产生一定的影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	698	906	1134	1471
营业成本	438	560	684	746
营业税金及附加	4	5	7	11
销售费用	8	10	13	23
管理费用	45	52	65	117
研发费用	45	58	73	132
EBIT	198	274	359	508
财务费用	-1	-3	-2	-1
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	7	10	12	12
营业利润	208	285	371	519
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	207	284	371	518
所得税	26	35	46	65
净利润	181	249	324	453
归属于母公司净利润	181	249	324	453
EBITDA	234	330	430	589

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	208	124	97	357
应收账款及票据	66	138	99	209
预付款项	4	4	5	5
存货	320	288	466	360
其他流动资产	322	339	358	376
流动资产合计	921	894	1026	1307
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	196	386	533	657
无形资产	54	54	57	61
非流动资产合计	447	664	820	937
资产合计	1367	1558	1846	2244
短期借款	25	23	20	22
应付账款及票据	39	41	57	49
其他流动负债	38	40	51	62
流动负债合计	102	104	128	133
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	39	39	39	39
非流动负债合计	39	39	39	39
负债合计	141	143	167	172
股本	200	301	301	301
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1226	1415	1679	2072
负债和股东权益合计	1367	1558	1846	2244

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	27.73	29.88	25.08	29.79
EBIT 增长率	60.70	38.36	31.11	41.27
净利润增长率	66.24	37.31	30.31	39.76
盈利能力 (%)				
毛利率	37.31	38.23	39.70	49.29
净利率	25.98	27.47	28.62	30.82
总资产收益率 ROA	13.26	15.98	17.58	20.21
净资产收益率 ROE	14.79	17.60	19.33	21.88
偿债能力				
流动比率	9.00	8.60	8.01	9.84
速动比率	5.81	5.77	4.32	7.07
现金比率	2.03	1.20	0.76	2.69
资产负债率 (%)	10.34	9.18	9.05	7.67
经营效率				
应收账款周转天数	15.09	18.54	17.58	17.49
存货周转天数	210.95	195.66	199.11	199.94
总资产周转率	0.56	0.62	0.67	0.72
每股指标 (元)				
每股收益	0.60	0.82	1.07	1.50
每股净资产	4.06	4.68	5.56	6.86
每股经营现金流	0.59	0.81	0.83	1.67
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.20
估值分析				
PE	82	60	46	33
PB	12.2	10.5	8.9	7.2
EV/EBITDA	62.92	44.89	34.52	24.74
股息收益率 (%)	0.41	0.41	0.41	0.41

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	181	249	324	453
折旧和摊销	36	56	70	81
营运资金变动	-23	-55	-134	-21
经营活动现金流	179	243	251	505
资本开支	-183	-274	-227	-198
投资	-39	0	0	0
投资活动现金流	-211	-264	-215	-186
股权募资	0	0	0	0
债务募资	20	-2	-3	2
筹资活动现金流	-20	-63	-64	-59
现金净流量	-53	-84	-27	260

插图目录

图 1: 励精图治三十年, 拥有全产业链工业化生产能力	3
图 2: 万柏方与万金宜持有 34.59%股份, 为公司实控人	4
图 3: 主营三大类产品: 铸造高温合金、变形高温合金、特种不锈钢	4
图 4: 2016~2021 年营收规模逐年增大	5
图 5: 2016~2021 年归母净利润规模迅速增长	5
图 6: 2016~2021 年利润率整体提升	5
图 7: 资产负债率总体呈下降趋势	5
图 8: 2016~2021 年期间费用率整体下降	6
图 9: 2017~2021 年研发投入逐年加大	6
图 10: 应收占营收比总体呈下降趋势	6
图 11: 经营活动净现金流持续保持净流入	6
图 12: 2017~2021 年存货规模逐年扩大	7
图 13: 1Q22 末合同负债规模较年初增长 123%	7
图 14: 高温合金可分别按基体元素种类、材料成型方式、合金强化类型进行分类	8
图 15: 高温合金制品生产工艺主要包括熔炼、铸造、热处理三个步骤	9
图 16: 我国 80% 的高温合金用于航空航天等特种领域	9
图 17: 高温合金主要下游应用领域	9
图 18: 中国高温合金市场规模预计在 2025 年达到 314 亿元	10
图 19: 全球高温合金市场规模预计在 2024 年达到 173 亿美元	10
图 20: 中国高温合金产量与需求量持续不匹配	10
图 21: 中国高温合金供需缺口逐年增加	10
图 22: 高温合金主要应用于航空发动机上的热端部件	11
图 23: 我国高温合金企业营收及产销量	11
图 24: 我国燃气轮机发展的主要研制生产单位	12
图 25: 轻型燃气轮机结构图	12
图 26: 中国发电量构成占比 (2021 年)	13
图 27: 2015~2021 年中国核电装机容量	13
图 28: 公司拥有完备的全产业链生产流程	14
图 29: 2018~2021 年前五客户销售额占总销售额比	15
图 30: 2018~2021 年前五供应商采购额占总采购额比	15
图 31: 2016~2021 年主营业务毛利率及趋势	15
图 32: 2016~2021 年各业务收入占比情况	15
图 33: 2021 年直接材料成本占总成本比 63%	16
图 34: 原材料采购金额占总采购额比	16
图 35: 2017~2021 年销量不断提升	16
图 36: 变形高温合金销量最高; 铸造高温合金放量最快	16
图 37: 铸造高温合金 (母合金、精密铸件) 产销量及产销率	17
图 38: 变形高温合金产量、销量及产销率	17
图 39: 主要募投项目产品方案介绍	17
图 40: 2021~2022 年两次实施股权激励	18
图 41: 营收: 抚顺特钢营收规模最大, 2021 年约为图南股份的 11 倍	20
图 42: 营收同比增速: 图南股份 2021 年营收同比增长 28%, 低于西部超导 (39%) 及隆达股份 (34%)	20
图 43: 归母净利润: 抚顺特钢归母净利润规模最大, 2021 年约为图南股份的 4 倍	20
图 44: 归母净利润同比增速: 图南股份 2021 年归母净利润同比增长 66%, 低于隆达股份 (102%) 及西部超导 (100%)	20
图 45: 高温合金业务营收: 钢研高纳、抚顺特钢高温合金营收规模较大	20
图 46: 高温合金业务营收同比增速: 由于基数较小, 西部超导高温合金营收规模迅速增长	20
图 47: 毛利率: 西部超导高于其他公司, 2021 年为 40.8%	21
图 48: 高温合金毛利率: 抚顺特钢、图南股份高温合金附加值高于其他公司	21
图 49: 期间费用率: 图南股份总体处于较低水平, 西部超导、抚顺特钢下降较快	21
图 50: 净利率: 图南股份高于其他公司, 2021 年为 26.0%	21

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1： 主营业务收入预测（百万元）	22
表 2： 主营业务毛利润（百万元）及毛利率预测	22
表 3： 可比公司 PE 数据对比	23
公司财务报表数据预测汇总	25

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026