

2023 年 10 月 23 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

钢研高纳（300034）

公司点评：2023Q2 归母净利润增长 49%；子公司新力通业绩同比大幅提升

报告摘要

◆ 事件：

公司 8 月 26 日公告，2023H1 实现营业收入（14.65 亿元，+28.36%），归母净利润（1.54 亿元，+23.68%），扣非归母净利润（1.46 亿元，+23.94%）；毛利率（28.68%，+0.87pcts），净利率（12.68%，+1.40pcts）。同时，2023Q2 公司实现营业收入（8.44 亿元，+36.36%），环比+35.85%；归母净利润（0.94 亿元，+48.71%），环比+56.71%。

投资要点：

◆ 2023Q2 归母净利润增长 49%；子公司新力通业绩同比大幅提升

2023H1，公司实现营业收入（14.65 亿元，+28.36%），经营规模持续扩大，毛利率（28.68%，+0.87pcts），毛利率小幅提升。公司归母净利润（1.54 亿元，+23.68%），扣非归母净利润（1.46 亿元，+23.94%），同比均有提升，盈利水平改善。2023Q2，公司实现营业收入（8.44 亿元，+36.36%），同比提升明显，毛利率（28.77%，+2.00pcts），净利率（13.31%，+3.03pcts），均实现小幅增长。

报告期内，公司期间费用率（12.88%，-0.76pcts），其中销售费用率（1.12%，-0.07pcts），管理费用率（6.88%，-0.24pcts），财务费用率（0.76%，-0.20pcts），研发费用率（4.12%，-0.24pcts），随着公司经营规模增加，规模效应初步显现，各项费用率均逐步下降，公司降本增效能力进一步增强。

截至 6 月底，公司存货 10.52 亿元，较期初增长 46.39%，合同负债 2.79 亿元，较期初增长 111.36%，主要是公司生产经营规模进一步扩大，或预示下游需求高景气。

公司及控股子公司河北德凯、西安高纳，全资子公司涿州高纳和四川高纳的主要产品高温合金、铝合金、镁合金和钛合金是制造航空航天发动机用核心部件的关键材料，也是大型发电设备，如工业燃气轮机、氦气轮机、烟气轮机、火力发电机组等动力装置的核心材料。

投资评级

买入

维持评级

2023 年 10 月 20 日

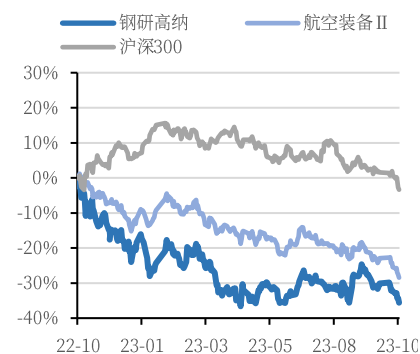
收盘价(元): 22.40

目标价(元): 30.62

公司基本数据

总股本(百万股)	775.45
总市值(百万)	17,370.03
流通股本(百万股)	730.48
流通市值(百万)	16,362.76
12 月最高/最低价(元)	57.00/22.23
资产负债率(%)	48.74
每股净资产(元)	6.57
市盈率(TTM)	47.45
市净率(PB)	3.41
净资产收益率(%)	4.84

股价走势图



作者

方晓明 分析师
SAC 执业证书: S0640522120001
联系电话: 010-59562523
邮箱: fangxm@avicsec.com

张超 分析师
SAC 执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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: 010-59219558 传真: 010-59562637

控股子公司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、连续退火线（连续镀锌线）炉辊和辐射管、玻璃输送辊、耐高温耐磨铸件等产品，广泛用于石油化工和冶金行业。

2023H1 河北德凯实现营业收入（5.05 亿元，+21.69%），净利润（0.64 亿元，+1.59%），营收实现平稳增长，净利润保持稳定。

青岛新力通 2023H1 年实现营业收入（4.61 亿元，+96.17%），净利润（0.59 亿元，+210.53%），营业收入实现大幅增长，净利润实现翻倍增长。

2022 年中报点评：成本上涨盈利短期承压，
产业链延伸带来发展新动能 —2022-08-26

◆ **铸造高温合金产品显著放量；受原材料价格波动影响，变形高温合金、新型高温合金毛利率有所下降。**

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。

① **铸造高温合金**

2023H1，公司铸造高温合金制品实现营业收入（9.00 亿元，+49.13%），毛利率（28.18%，+4.45pcts），铸造高温合金产品营收规模显著提高，毛利率有所提升。公司铸造高温合金制品主要产品包括高温合金母合金，精密铸造高温合金、钛合金、铝合金、镁合金及钢类制品，高温合金叶片，高温合金与钢类离心铸管及静态铸件等。主要应用于航空、航天、燃气轮机、石化、冶金、建材等领域。

公司将铸造高温合金和轻质合金整合进入子公司河北德凯，优势互补，公司承接了多家主机厂和设计所多种新产品的研发任务。如在某大尺寸型号单晶合金及涡轮叶片上突破核心制备工艺，具备批量交付生产能力；同时实现多种涡轮铸件批产交付任务，推动大尺寸薄壁精密铸造技术向前发展。公司拥有 AS9100D 体系、CNAS 认证，建立了独立的质量体系，布局近乎全部的在研及批产航空发动机型号，为开拓国际市场提供了保障。

② **变形高温合金**

2023H1，公司变形高温合金制品实现营业收入（3.53 亿元，-1.42%），毛利率（16.49%，-4.07pcts），营业收入同比微降。受到原材料价格影响毛利率有所下降。变形高温合金主要包括高温合金盘锻件、棒材、板材、燃烧室用高温合金环件、高均质涡轮盘等。

公司拳头产品 GH4169 系列合金产品通过合金技术提升，推动产品质量提升，提高了市场占有率，再创交付新高。同时对新产品和新业务进行了重点投入和开发，新产品成果转化效益显著，某型号合金涡轮盘锻件实现小批量生产，对未来变形合金产品多样化打下良好的基础。近年来随着生产条件的布局加强，将进一步提升批产交付能力。

③ 新型合金

2023H1, 公司新型合金制品实现营业收入 (1.96 亿元, +20.16%), 毛利率 (54.34%, -1.43pcts), 营业收入规模实现平稳增长, 毛利率微降但依然维持较高水平。公司新型合金包括粉末高温合金制品、Ti2AlNb 金属间化合物、氧化物弥散强化 (ODS) 高温合金等。

公司是粉末高温合金领域的重要研发和生产基地, 研制成功的 FGH4091、FGH4095、FGH4096、FGH4097、FGH4098 等粉末高温合金盘锻件满足了国家多个航空发动机的设计和应用需求。随着粉末高温合金市场需求快速增长, 型号需求开始放量。FGH4097 高压涡轮盘在某盘件招标中竞标第一, 近年来又在 FGH4096 和四代粉末盘制备技术上取得重大突破, 为未来粉末高温合金的批量生产提供了保障。Ti2AlNb 金属间化合物完成 Ti2AlNb 棒料制粉工作, 拓展 Ti2AlNb 锻件在涡轴发动机领域的应用, 同时积极开拓变形 TiAl 合金领域。

氧化物弥散强化 (ODS) 高温合金是采用纳米氧化物对合金基体进行强化的一类特殊高温合金, 具有优异的高温强度和抗氧化耐腐蚀性能。公司完成 ODS 合金生产扩产项目, 解决了篦齿环供应瓶颈问题, 建立了我国第一条完整的氧化物弥散强化高温合金生产线。

此外, 公司积极储备 3D 打印技术在材料开发、母合金、制粉、打印、热等静压、检测等全链条技术能力, 为未来 3D 打印在航空航天领域的快速放量打下基础。

◆ 与航发动力合资公司西安钢研正式投产, 各自建项目进度较快, 大部分接近达产, 公司未来产能+盈利水平有望进一步提升

公司通过控股或参股等多种形式拓展延申产业链。如钢研高纳与航发动力共同设立的成立, 其中钢研高纳持股比例 67.79%; 航发动力持股比例的 32.03%, 该公司有利于承接主机厂外溢产能, 拓展公司零部件加工业务。同时, 钢研高纳参股公司钢研极光, 布局发展 3D 打印等。

报告期内正在进行的重大非股权项目中, 公司沈抚新区盘轴加工车间一期项目已经完成建设; 德凯平度新材料产业基地项目与德阳锻造一期项目进度均超过 90%, 接近达产; 西安叶片与 (小型) 结构件生产基地项目已完成 30%, 以上项目顺利完成后, 有利于公司进一步贴近用户, 产能将进一步提升, 业绩也将有望随之释放。

投资建议:

高端和新型高温合金需求增加主要来自于几个方面:

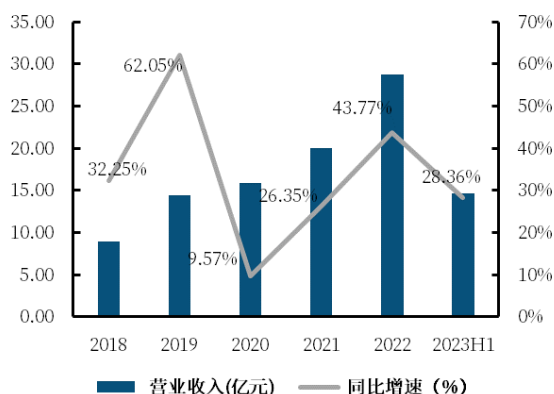
- ① 航空发动机：我国发展自主航空航天产业先进发动机，将带来市场对高端和新型高温合金的需求增加。
- ② 燃气轮机：我国上海电气、东方电气、哈尔滨汽轮机厂等大型发电设备制造集团在生产规模和生产技术等方面近年来有了较大提高，拉动了对发电设备用的涡轮盘的需求。正在进行国产化研制的新一代发电装备——大型地面燃机（也可作舰船动力）取得了显著进展，实现量产后将带动对高温合金的需求。同时，核电设备的国产化，也将拉动对国产高温合金的需求。
- ③ 外贸需求：“一带一路”经过多个新兴国家，如东盟、中亚、印度等，这些国家处于经济的发展阶段，对于石化、冶金、建材等基础工业产品有明显需求，可以带动我国的相关产品和设备的出口，同时也带动相关技术的输出和合作。

钢研高纳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、舰船和核电等行业重要的研发生产基地，国内高端和新型高温合金制品生产规模最大的企业之一。近年来公司通过股权投资、自建产线等多种举措，联合战略客户，布局产业链延申和新技术领域。随着业务拓展、产能建设等逐步推进，公司将迎来发展机遇期，看好公司中长期发展。

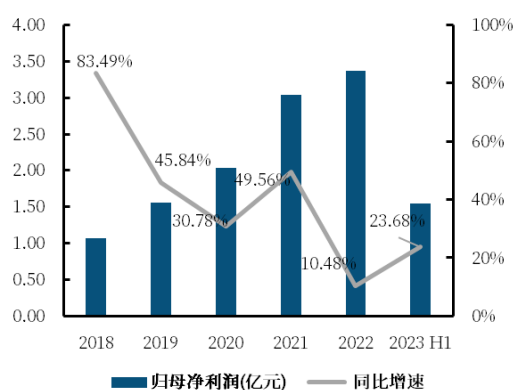
基于以上观点，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 38.00 亿元、50.40 亿元和 68.17 亿元，归母净利润分别为 4.39 亿元、5.24 亿元及 6.35 亿元，EPS 分别为 0.57 元、0.68 元、0.82 元；我们维持买入评级，目标价 30.62 元，对应 2023-2025 年预测 EPS 的 54 倍、45 倍、及 37 倍 PE。

风险提示：原材料波动导致毛利率下滑的风险；宏观环境波动导致市场需求下降等。

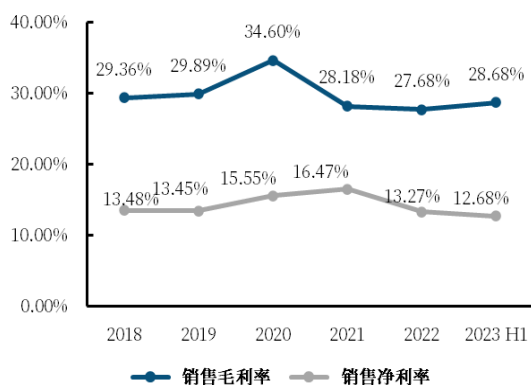
财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2002.63	2879.28	3800.24	5039.59	6816.62
增长率（%）	26.35	43.77	31.99	32.61	35.26
归母净利润（百万元）	304.60	336.51	439.36	524.77	635.04
增长率（%）	49.56	10.48	30.56	19.44	21.02
毛利率（%）	28.18	27.68	28.21	26.54	25.49
每股收益（元）	0.39	0.43	0.57	0.68	0.82
市盈率 PE	61.15	55.35	42.39	35.49	29.33
市净率 PB	6.54	5.96	5.42	4.89	4.37
净资产收益率 ROE（%）	10.70	10.77	12.78	13.77	14.89
资料来源：IFIND，中航证券研究所					

图1 公司营业收入及增速情况


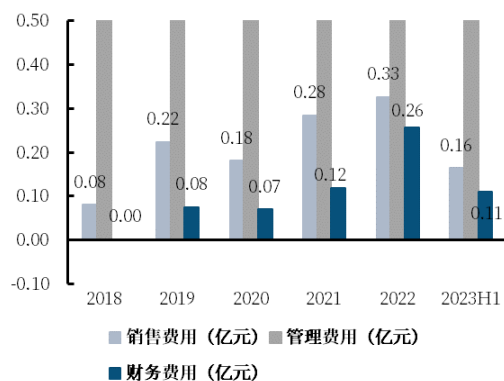
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况


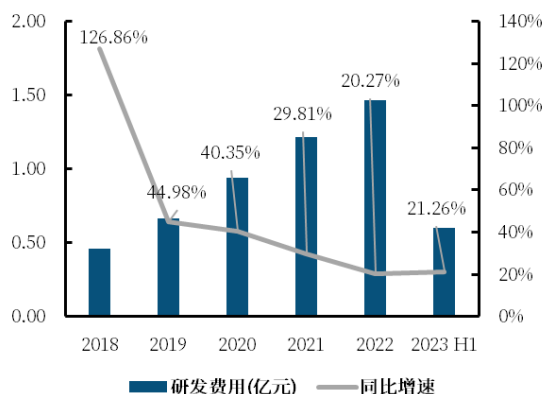
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况


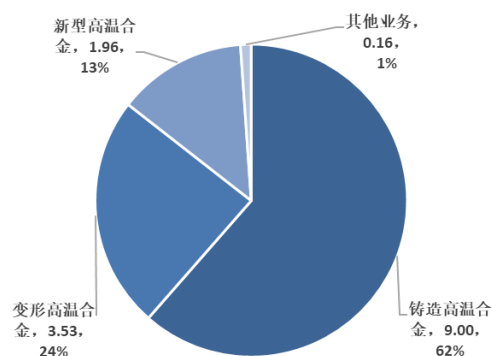
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图4 公司三费情况


资料来源：IFIND，中航证券研究所

图5 公司研发费用及增速情况


资料来源：IFIND，中航证券研究所

图6 公司业务结构构成（2023H1）（单位：亿元）


资料来源：IFIND，中航证券研究所

报表预测	单位: 百万元					
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润表						
营业收入	1,584.95	2,002.63	2,879.28	3,800.24	5,039.59	6,816.62
减: 营业成本	1,036.50	1,438.21	2,082.28	2,728.13	3,701.90	5,078.78
税金及附加	13.85	14.24	22.06	29.78	39.50	53.42
主营业务利润	534.60	550.18	774.94	1,042.33	1,298.19	1,684.42
减: 销售费用	18.05	28.48	32.62	46.79	62.06	83.94
管理费用	142.16	167.60	185.61	269.33	346.40	473.40
研发费用	93.71	121.65	146.31	205.68	267.20	363.92
财务费用	7.01	11.76	25.61	19.05	8.40	2.93
经营性利润	273.66	220.70	384.79	501.47	614.13	760.23
加: 资产减值损失	-5.08	-1.19	-14.73	-11.29	-14.98	-20.26
信用减值损失	-5.72	2.45	1.74	-2.26	-2.99	-4.05
其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	-0.11	59.98	-15.91	14.65	14.65	14.65
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.76	3.61	0.21	1.53	1.53	1.53
其他收益	28.19	73.02	68.78	56.66	56.66	56.66
营业利润	291.71	358.56	424.88	560.77	669.01	808.77
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	2.33	0.49	0.98	1.26	1.26	1.26
减: 营业外支出	13.93	0.69	0.97	5.20	5.20	5.20
利润总额	280.10	358.36	424.89	556.83	665.07	804.84
减: 所得税	33.70	28.43	42.72	55.72	66.55	80.53
净利润	246.41	329.93	382.17	501.12	598.53	724.31
减: 少数股东损益	42.74	25.33	45.66	61.76	73.76	89.26
归属母公司股东净利润	203.66	304.60	336.51	439.36	524.77	635.04
资产负债表						
货币资金	351.70	558.61	1,043.47	1,007.54	1,121.22	1,174.25
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	721.68	1,074.04	1,324.34	1,665.86	2,209.13	2,988.11
应收账款	541.92	627.79	895.06	1,041.16	1,311.67	1,680.81
预付账款	38.69	42.05	34.07	72.51	96.16	130.07
其他应收款	5.26	11.73	19.26	20.10	26.65	36.05
存货	591.88	857.98	1,051.63	1,345.38	1,825.60	2,504.60
其他流动资产	13.24	51.25	7.98	46.51	61.68	83.42
长期股权投资	127.27	184.64	166.03	178.06	190.10	202.13
金融资产投资	20.08	23.85	29.14	29.14	29.14	29.14
投资性房地产	38.09	41.47	0.00	-6.40	-12.80	-19.19
固定资产和在建工程	626.73	947.63	1,028.22	893.63	757.34	619.35
无形资产和开发支出	513.84	504.32	495.10	458.23	421.19	383.97
其他非流动资产	91.76	149.33	197.63	193.19	188.75	188.75
资产总计	3,682.13	5,074.70	6,291.95	6,944.92	8,225.83	10,001.46
短期借款	120.11	9.10	230.20	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	438.91	614.88	958.89	1,192.64	1,618.33	2,220.25
应付账款	281.94	433.53	496.44	738.29	1,001.81	1,374.42
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	55.46	80.94	132.42	153.78	203.93	275.85
其他应付款	182.67	155.75	177.46	336.24	456.26	625.96
长期借款	50.35	419.32	421.75	305.28	194.89	91.47
其他负债	150.36	293.68	494.19	463.08	547.09	667.97
负债合计	1,279.79	2,007.20	2,911.34	3,189.31	4,022.32	5,255.91
股本	469.86	485.96	485.96	485.96	485.96	485.96
资本公积	943.35	1,259.73	1,253.16	1,253.16	1,253.16	1,253.16
留存收益	836.76	1,100.70	1,385.45	1,698.71	2,072.85	2,525.62
归属母公司股东权益	2,249.96	2,846.39	3,124.57	3,437.82	3,811.97	4,284.74
少数股东权益	152.38	221.11	256.03	317.79	391.55	480.81
股东权益合计	2,402.34	3,067.50	3,380.60	3,755.61	4,203.52	4,745.55
负债和股东权益合计	3,682.13	5,074.70	6,291.95	6,944.92	8,225.83	10,001.46
投入资本(IC)	2,327.81	3,073.67	3,190.28	3,328.23	3,651.22	4,178.96
现金流量表						
资本支出	224.25	238.70	150.77	0.00	0.00	-0.00
自由现金流	106.73	-299.52	217.69	394.74	297.55	213.63
短期借款增加	-30.04	-111.01	221.10	-230.20	0.00	0.00
长期带息债务增加	50.35	368.97	2.43	-116.47	-110.39	-103.43
股权筹资额				0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	65.62	72.89	100.81	126.11	150.62	182.27
长期投资	-23.83	16.87	-1.53	-4.27	-4.27	-4.27
经营性现金净流量	304.22	49.04	560.67	458.64	385.84	344.40
投资性现金净流量	-246.23	-268.64	-211.01	-2.75	-2.75	-2.75
筹资性现金净流量	5.26	420.55	68.72	-491.82	-269.41	-288.63
现金流量净额	63.28	200.85	418.59	-35.93	113.68	53.02
货币资金的期初余额	278.00	341.28	542.13	960.72	924.79	1,038.47
货币资金的期末余额	341.28	542.13	960.72	924.79	1,038.47	1,091.49
企业自由现金流	106.73	-299.52	217.69	394.74	297.55	213.63
权益自由现金流	120.87	-52.39	418.19	30.93	179.59	107.57

资料来源: IFIND, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、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。

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: 010-59219558

传 真: 010-59562637