

铸造合金板块增长明显，毛利率稳步提升

核心观点

事件：公司发布 2024 年半年报，2024H1 公司实现营收 17.29 亿元（+18.05%），归母净利润 1.80 亿元（+16.61%）。24Q2 实现营收 9.30 亿元（+10.29%），归母净利润 0.85 亿元（-9.63%）。

- 铸造合金板块增长明显，毛利率稳步提升。**分业务看：1）铸造合金板块收入 12.42 亿元（+38.00%），毛利率 34.50%（+6.33pct）。其中子公司河北德凯收入 3.62 亿元（-28.31%），净利 0.45 亿元（-29.69%）；子公司新力通收入 7.66 亿元（+66.16%），净利 1.61 亿元（+172.88%）。2）变形合金板块收入 3.30 亿元（-6.47%），毛利率 23.91%（+7.42pct）。3）新型合金板块收入 1.49 亿元（-23.71%），毛利率 28.85%（-25.50pct）。24H1 综合毛利率 31.90%（+3.23pct），期间费用率 14.51%（+1.63pct），主要是销售和研发费用增长较多。得益于毛利率的提升，公司净利率同比增长 2.06pct 至 14.74%。
- 多个项目投建，在建工程较期初大幅增长。**24 年二季度末公司应收账款 17.11 亿元，较期初增长 51.76%，主要是受行业状况影响客户回款下降所致。存货 18.41 亿元，较期初增长 12.61%，主要为新项目铺底存货增加、经营规模扩大等原因所致。在建工程 3.26 亿元，较期初增长 210.22%，主要为本期大额固定资产投资所致。
- 高端和新型高温合金领域龙头，积极推进产业基地布局。**公司是国内高端和新型高温合金制品生产规模最大的企业之一。过去公司变形高温合金产品的生产较多采取社会协作的模式，为了更好地适应未来发展需求，公司已在四川省德阳市建成投产了锻造与环轧生产基地，产品转产正在逐步实施过程中，基本实现了变形高温合金产品生产链条的贯通和研制生产一体化的能力。截至 24H1，德阳锻造一期项目进度 95%，航空航天环轧中试基地项目进度 95%，西安叶片与（小型）结构件生产基地项目进度 80%。

盈利预测与投资建议

- 根据变形、新型合金板块收入和毛利率变化，以及费用率和投资收益的变化，调整 24、25 年 EPS 为 0.53、0.70 元（前值为 0.81、1.12 元），新增 26 年 EPS 为 0.90 元，参考可比公司 24 年 28 倍 PE，给予目标价 14.84 元，维持买入评级。

风险提示

政府补贴低于预期；产品价格下降风险

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,879	3,408	4,289	5,249	6,387
同比增长(%)	43.8%	18.4%	25.8%	22.4%	21.7%
营业利润(百万元)	425	449	592	790	1,012
同比增长(%)	18.5%	5.6%	32.0%	33.3%	28.2%
归属母公司净利润(百万元)	337	319	408	544	697
同比增长(%)	10.5%	-5.2%	28.0%	33.1%	28.2%
每股收益(元)	0.43	0.41	0.53	0.70	0.90
毛利率(%)	27.7%	29.2%	28.9%	29.6%	29.7%
净利率(%)	11.7%	9.4%	9.5%	10.4%	10.9%
净资产收益率(%)	11.3%	9.8%	11.5%	13.7%	15.7%
市盈率	31.8	33.5	26.2	19.7	15.3
市净率	3.4	3.2	2.8	2.6	2.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月30日）	13.84 元
目标价格	14.84 元
52 周最高价/最低价	26.14/12.23 元
总股本/流通 A 股（万股）	77,514/76,639
A 股市值（百万元）	10,728
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2024 年 09 月 02 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.29	-10.42	-15.99	-44.66
相对表现%	0.46	-9	-8.4	-32.33
沪深 300%	-0.17	-1.42	-7.59	-12.33



证券分析师

罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518100001
冯函	021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070002
宁小涵	ningxiaohan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080007

相关报告

经营情况良好，非经营性因素影响短期利润表现	2023-10-30
二季度业绩回升，前瞻性指标向好	2023-08-27
投资收益下降影响利润表现，23 年有望重回高增	2023-04-27

附录

表 1：钢研高纳可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2024/8/30	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
航发动力	600893	35.50	0.53	0.62	0.75	0.91	66.58	56.91	47.29	38.82
抚顺特钢	600399	5.20	0.18	0.30	0.39	0.49	28.31	17.22	13.17	10.65
航发控制	000738	19.14	0.55	0.63	0.74	0.87	34.64	30.52	25.85	22.02
图南股份	300855	22.84	0.84	1.02	1.28	1.57	27.33	22.46	17.89	14.53
华秦科技	688281	78.23	1.72	2.61	3.46	4.46	45.46	29.97	22.61	17.56
	调整后 平均						36.14	27.65	22.12	18.03

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,043	969	858	1,095	1,278	营业收入	2,879	3,408	4,289	5,249	6,387
应收票据、账款及款项融资	2,101	2,152	2,701	3,305	4,022	营业成本	2,082	2,412	3,050	3,694	4,488
预付账款	34	35	69	84	102	销售费用	33	58	72	87	105
存货	1,052	1,635	2,067	2,504	3,041	管理费用	186	251	314	380	458
其他	145	242	212	64	72	研发费用	146	173	207	249	298
流动资产合计	4,376	5,033	5,906	7,052	8,516	财务费用	26	23	16	13	11
长期股权投资	166	189	172	172	172	资产、信用减值损失	13	31	25	20	15
固定资产	871	1,024	1,112	1,186	1,197	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	107	105	52	0	0	投资净收益	(16)	(17)	(15)	(13)	10
无形资产	169	176	170	163	157	其他	47	5	2	(3)	(9)
其他	603	694	685	679	677	营业利润	425	449	592	790	1,012
非流动资产合计	1,916	2,188	2,191	2,201	2,203	营业外收入	1	0	0	0	0
资产总计	6,292	7,220	8,097	9,253	10,719	营业外支出	1	3	0	0	0
短期借款	230	256	170	153	153	利润总额	425	446	592	790	1,012
应付票据及应付账款	1,455	1,940	2,453	2,971	3,609	所得税	43	30	40	53	69
其他	583	675	568	608	655	净利润	382	416	552	736	944
流动负债合计	2,269	2,871	3,190	3,732	4,417	少数股东损益	46	97	144	192	247
长期借款	389	319	319	319	319	归属于母公司净利润	337	319	408	544	697
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.43	0.41	0.53	0.70	0.90
其他	254	304	311	311	311						
非流动负债合计	643	623	629	629	629	主要财务比率					
负债合计	2,911	3,493	3,819	4,361	5,047		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	256	371	515	708	954	成长能力					
实收资本(或股本)	486	775	775	775	775	营业收入	43.8%	18.4%	25.8%	22.4%	21.7%
资本公积	1,220	943	944	944	944	营业利润	18.5%	5.6%	32.0%	33.3%	28.2%
留存收益	1,416	1,635	2,043	2,464	2,998	归属于母公司净利润	10.5%	-5.2%	28.0%	33.1%	28.2%
其他	3	3	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,381	3,727	4,278	4,891	5,672	毛利率	27.7%	29.2%	28.9%	29.6%	29.7%
负债和股东权益总计	6,292	7,220	8,097	9,253	10,719	净利率	11.7%	9.4%	9.5%	10.4%	10.9%
						ROE	11.3%	9.8%	11.5%	13.7%	15.7%
						ROIC	10.8%	10.5%	12.3%	14.6%	16.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	46.3%	48.4%	47.2%	47.1%	47.1%
净利润	382	416	552	736	944	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	109	86	98	111	118	流动比率	1.93	1.75	1.85	1.89	1.93
财务费用	26	23	16	13	11	速动比率	1.46	1.18	1.20	1.21	1.23
投资损失	16	17	15	13	(10)	营运能力					
营运资金变动	(79)	(191)	(585)	(356)	(602)	应收账款周转率	4.9	3.8	3.4	3.3	3.3
其它	107	175	9	6	7	存货周转率	2.2	1.8	1.6	1.6	1.6
经营活动现金流	561	526	106	523	468	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
资本支出	(147)	(228)	(120)	(121)	(121)	每股指标(元)					
长期投资	60	(23)	17	0	0	每股收益	0.43	0.41	0.53	0.70	0.90
其他	(124)	(106)	(13)	(13)	10	每股经营现金流	1.15	0.68	0.14	0.68	0.60
投资活动现金流	(211)	(356)	(117)	(134)	(111)	每股净资产	4.03	4.33	4.85	5.40	6.09
债权融资	86	(5)	(0)	0	0	估值比率					
股权融资	14	12	2	0	0	市盈率	31.8	33.5	26.2	19.7	15.3
其他	(32)	(201)	(102)	(152)	(174)	市净率	3.4	3.2	2.8	2.6	2.3
筹资活动现金流	69	(194)	(100)	(152)	(174)	EV/EBITDA	19.3	19.4	15.3	11.8	9.5
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	24.0	22.9	17.7	13.4	10.5
现金净增加额	419	(25)	(111)	237	183						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。