

投资评级 优于大市 首次覆盖

高温合金龙头业绩平稳, 积极开拓市场实现战略转型

股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 11月03日收盘价(元) | 22.21 |
| 52周股价波动(元) | 12.20-30.21 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 470/430 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 10436/9550 |

相关研究

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | -1.7 | -11.2 | -11.6 |
| 相对涨幅(%) | -5.9 | -10.3 | -11.7 |

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 张恒晖

Email: zhx10170@htsec.com

证书: S0850517110002

分析师: 张高艳

Tel: 0755-82900489

Email: zgy13106@htsec.com

证书: S0850520060001

联系人: 刘砚菲

Tel: 021-2321-4129

Email: lyf13079@htsec.com

投资要点:

- 新冠疫情后全面复工复产, 20Q1-3 主营收入增长 3.40%。**2020年1-9月, 公司实现营收 10.68 亿元 (+3.40%), 归母净利润 1.30 亿元 (+2.36%), 扣非后归母净利润 1.32 亿元 (+10.74%)。公司主要产品高温合金是制造航空航天发动机热端部件的关键材料, 也是大型发电设备, 如工业燃气轮机、氨气轮机、烟气轮机、火力发电机组等动力装置的核心材料。顺利复工复产下按计划交付, 公司实现主营收入 3.40% 增长。
- 我国航空航天产业自主研发发动机和“一带一路”带来战略发展新机遇。**我国发展自主航空航天产业研制先进发动机, 而高温合金用量占发动机总重量的 40%-60% 以上, 因此未来市场对高端和新型高温合金的需求将会持续增加。“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。此外, 发电设备、核电设备的市场发展也将拉动对国产高温合金的需求。
- 积极开拓民品、国际新市场, 实现战略转型。**2020年上半年, 公司开拓精细产品市场, 成功交付部分产品; 积极开拓民品市场, 与潜在客户建立联系并完成相关产品报价; 通过设立营销中心的方式, 提高钛合金铸件产品和铸造用母合金产品的市场份额。在国际市场方面, 上半年已积极同国际公司签订订单及长协, 并为配合国际宇航项目开展, 公司开展 Nadcap 认证准备工作, 并组织相关培训, 加强专业人员素养提升, 按照 Nadcap 审核准则规范要求开展工作。子公司青岛新力通上半年完成了青岛新力通新厂区规划及建设的可行性研究, 以满足国际石化市场发展需求和高铝材料市场需求。
- 风险提示:** 下游需求不及预期风险; 原材料价格波动风险。

主要财务数据及预测

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 893 | 1446 | 1623 | 1901 | 2252 |
| (+/-)YoY(%) | 32.3% | 62.1% | 12.2% | 17.1% | 18.4% |
| 净利润(百万元) | 107 | 156 | 181 | 222 | 274 |
| (+/-)YoY(%) | 83.5% | 45.8% | 16.3% | 22.4% | 23.5% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.23 | 0.33 | 0.39 | 0.47 | 0.58 |
| 毛利率(%) | 29.4% | 29.9% | 30.7% | 31.8% | 32.4% |
| 净资产收益率(%) | 5.9% | 7.6% | 8.1% | 9.0% | 10.0% |

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- 受新冠疫情影响，盈利能力略有下降。**1) **盈利能力**：20Q1-3 公司净利率 14.53% (同比-0.50 pct、环比-1.13 pct)，盈利能力略有下降，原因为受新冠疫情影响，子公司新力通原辅材料运输受限以及客户需求延迟，民品销量下降。其中综合毛利率 35.20% (+2.43 pct)。2) **成本控制**：20Q1-3 公司期间费率 17.07% (+4.00pct)，其中销售费率与财务费率分别上升 0.32pct、0.06pct；管理费率 (含研发) 上升 3.61pct，来源为公司上半年向 10 名中层管理人员、核心技术人员授予 66.5 万股预留限制性股票激励的成本，其中研发费率上升 1.74pct，主要系公司加大自主研发项目投入所致。
- 盈利预测及投资建议。**我们预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 1.81/2.22/2.74 亿元，对应当前股价 (2020/11/3 收盘价) 的 PE 分别为 58/47/38 倍。结合可比公司 PE 估值情况，综合考虑公司在高温合金领域的稀缺性，给予公司 2020 年 60-65 倍 PE 估值，对应合理价值区间为 23.14-25.06 元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。
- 风险提示**：下游需求不及预期风险；原材料价格波动风险。

表 1 可比公司估值表

| 代码 | 简称 | 总市值 (亿元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | | PS (倍) | PB (倍) |
|-----------|------|-------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|
| | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E | 2021E | 2020E | 2020E |
| 300855.SZ | 图南股份 | 83.94 | 0.68 | 0.63 | 0.83 | 0.00 | 66.57 | 50.71 | 15.31 | 7.53 |
| 688122.SH | 西部超导 | 255.94 | 0.38 | 0.81 | 1.23 | 93.89 | 71.46 | 47.05 | 12.17 | 8.92 |
| 600893.SH | 航发动力 | 1,023.59 | 0.48 | 0.48 | 0.58 | 45.27 | 79.64 | 66.09 | 3.56 | 3.32 |
| | 均值 | | 0.51 | 0.64 | 0.88 | 46.39 | 72.55 | 54.62 | 10.34 | 6.59 |

资料来源：wind，海通证券研究所
 收盘价为 2020 年 11 月 3 日价格，EPS 为 wind 一致预期

- 主要盈利预测假设。**

1) **铸造高温合金**：产品包括高温合金母合金、精密铸造合金制品、高温合金叶片、高温合金离心铸管及静态铸件，主要应用领域为航空、航天、石油化工、冶金。结合目前财报披露信息，我们预计 2020-2022 年收入增速 12%/16%/18%，毛利率 34.00%/35.00%/36.00%。

2) **变形高温合金**：公司在变形高温合金研究和生产方面具有数十年的技术积淀，承担多项科研项目，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。预计 2020-2022 年收入增速 10%/15%/18%，毛利率 20.00%/21.00%/21.00%。

3) **新型高温合金**：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盘锻件满足了国家多个重点型号航空发动机的设计和应用需求，并加大对民品市场的开拓。公司产品还包括 Ti2AlNb 金属间化合物、氧化物弥散强化 (ODS) 高温合金等。预计 2020-2022 年收入增速 15%/25%/20%，毛利率 38.00%/39.00%/39.00%。

表 2 公司主营产品收入预测

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 1,446.46 | 1,623.08 | 1,901.40 | 2,252.00 |
| 铸造高温合金 | 898.80 | 1,006.65 | 1,167.72 | 1,377.91 |
| 变形高温合金 | 362.82 | 399.10 | 458.97 | 541.58 |
| 新型高温合金 | 171.25 | 196.94 | 246.17 | 295.40 |
| 其他 | 13.59 | 20.39 | 28.55 | 37.11 |
| 收入同比增长 | 62.05% | 12.21% | 17.15% | 18.44% |
| 铸造高温合金 | 109.44% | 12.00% | 16.00% | 18.00% |
| 变形高温合金 | 7.47% | 10.00% | 15.00% | 18.00% |
| 新型高温合金 | 44.74% | 15.00% | 25.00% | 20.00% |
| 其他 | 80.82% | 50.00% | 40.00% | 30.00% |
| 营业成本 (百万元) | 1,014.06 | 1,124.12 | 1,297.46 | 1,523.31 |
| 铸造高温合金 | 599.32 | 664.39 | 759.02 | 881.86 |
| 变形高温合金 | 290.53 | 319.28 | 362.58 | 427.85 |
| 新型高温合金 | 106.79 | 122.10 | 150.16 | 180.20 |
| 其他 | 17.41 | 18.35 | 25.69 | 33.40 |
| 毛利率 | 29.89% | 30.74% | 31.76% | 32.36% |
| 铸造高温合金 | 33.32% | 34.00% | 35.00% | 36.00% |
| 变形高温合金 | 19.92% | 20.00% | 21.00% | 21.00% |
| 新型高温合金 | 37.64% | 38.00% | 39.00% | 39.00% |
| 其他 | -28.10% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |

资料来源: 公司 2019 年年报, 2020 年中报, 2020 年三季报, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 利润表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 1446 | 1623 | 1901 | 2252 |
| 每股收益 | 0.33 | 0.39 | 0.47 | 0.58 | 营业成本 | 1014 | 1124 | 1297 | 1523 |
| 每股净资产 | 4.38 | 4.77 | 5.24 | 5.83 | 毛利率% | 29.9% | 30.7% | 31.8% | 32.4% |
| 每股经营现金流 | 0.23 | 0.21 | 0.30 | 0.37 | 营业税金及附加 | 14 | 18 | 21 | 25 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 1.0% | 1.1% | 1.1% | 1.1% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 22 | 29 | 34 | 41 |
| P/E | 67.01 | 57.60 | 47.05 | 38.09 | 营业费用率% | 1.5% | 1.8% | 1.8% | 1.8% |
| P/B | 5.07 | 4.66 | 4.24 | 3.81 | 管理费用 | 110 | 130 | 152 | 180 |
| P/S | 7.21 | 6.43 | 5.49 | 4.64 | 管理费用率% | 7.6% | 8.0% | 8.0% | 8.0% |
| EV/EBITDA | 26.09 | 34.89 | 29.59 | 24.48 | EBIT | 220 | 241 | 292 | 359 |
| 股息率% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | 8 | 5 | 3 | 2 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 0.5% | 0.3% | 0.2% | 0.1% |
| 毛利率 | 29.9% | 30.7% | 31.8% | 32.4% | 资产减值损失 | -5 | -1 | -1 | -1 |
| 净利润率 | 10.8% | 11.2% | 11.7% | 12.2% | 投资收益 | -8 | -3 | -4 | -5 |
| 净资产收益率 | 7.6% | 8.1% | 9.0% | 10.0% | 营业利润 | 222 | 248 | 304 | 375 |
| 资产回报率 | 4.9% | 5.2% | 5.7% | 6.3% | 营业外收支 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资回报率 | 8.2% | 8.4% | 9.2% | 10.1% | 利润总额 | 224 | 248 | 304 | 375 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 281 | 294 | 344 | 412 |
| 营业收入增长率 | 62.1% | 12.2% | 17.1% | 18.4% | 所得税 | 29 | 32 | 39 | 49 |
| EBIT 增长率 | 62.7% | 9.6% | 21.3% | 23.0% | 有效所得税率% | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 13.0% |
| 净利润增长率 | 45.8% | 16.3% | 22.4% | 23.5% | 少数股东损益 | 39 | 35 | 42 | 52 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 156 | 181 | 222 | 274 |
| 资产负债率 | 31.5% | 30.8% | 31.5% | 31.5% | | | | | |
| 流动比率 | 2.22 | 2.36 | 2.40 | 2.48 | 资产负债表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 速动比率 | 1.66 | 1.78 | 1.82 | 1.89 | 货币资金 | 313 | 286 | 354 | 456 |
| 现金比率 | 0.35 | 0.30 | 0.31 | 0.36 | 应收账款及应收票据 | 1168 | 1410 | 1667 | 1916 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 487 | 539 | 623 | 731 |
| 应收帐款周转天数 | 125.60 | 147.79 | 150.75 | 141.38 | 其它流动资产 | 40 | 45 | 52 | 61 |
| 存货周转天数 | 175.15 | 175.15 | 175.15 | 175.15 | 流动资产合计 | 2008 | 2280 | 2695 | 3165 |
| 总资产周转率 | 0.45 | 0.47 | 0.49 | 0.52 | 长期股权投资 | 115 | 115 | 115 | 115 |
| 固定资产周转率 | 2.57 | 2.90 | 3.41 | 4.06 | 固定资产 | 563 | 560 | 557 | 554 |
| | | | | | 在建工程 | 9 | 9 | 8 | 7 |
| | | | | | 无形资产 | 118 | 131 | 144 | 157 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 1178 | 1187 | 1196 | 1205 |
| 现金流量表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 资产总计 | 3186 | 3467 | 3891 | 4370 |
| 净利润 | 156 | 181 | 222 | 274 | 短期借款 | 150 | 100 | 100 | 100 |
| 少数股东损益 | 39 | 35 | 42 | 52 | 应付票据及应付账款 | 571 | 649 | 779 | 886 |
| 非现金支出 | 58 | 54 | 53 | 53 | 预收账款 | 49 | 62 | 68 | 82 |
| 非经营收益 | 14 | 12 | 11 | 12 | 其它流动负债 | 133 | 155 | 178 | 208 |
| 营运资金变动 | -158 | -185 | -189 | -216 | 流动负债合计 | 903 | 967 | 1125 | 1276 |
| 经营活动现金流 | 108 | 97 | 139 | 175 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产 | -41 | -61 | -61 | -61 | 其它长期负债 | 101 | 101 | 101 | 101 |
| 投资 | -60 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 101 | 101 | 101 | 101 |
| 其他 | 0 | -3 | -4 | -5 | 负债总计 | 1004 | 1067 | 1225 | 1376 |
| 投资活动现金流 | -101 | -64 | -65 | -65 | 实收资本 | 469 | 470 | 470 | 470 |
| 债权募资 | 188 | -50 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 2056 | 2240 | 2463 | 2739 |
| 股权募资 | 197 | 1 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 126 | 160 | 203 | 255 |
| 其他 | -203 | -9 | -7 | -7 | 负债和所有者权益合计 | 3186 | 3467 | 3891 | 4370 |
| 融资活动现金流 | 182 | -59 | -7 | -7 | | | | | |
| 现金净流量 | 189 | -26 | 67 | 103 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 03 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张恒晖 军工行业
张高艳 军工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 宏大爆破,中航科工,内蒙一机,柯力传感,中航光电,新光光电,中航电子,中航电测,航天发展,航天电器,中航飞机,火炬电子,中航机电,康达新材,振华科技,西部超导,中国海防,中航高科,北摩高科,苏试试验,星网宇达

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。