



中航证券金融研究所

分析师：张超

证券执业证书号：S0640519070001

分析师：梁晨

证券执业证书号：S0640519080001

邮箱：liangc@avicsec.com

钢研高纳（300034）2019年三季度报点评： 军民业务协同显现，业绩保持高速增长

行业分类：国防军工

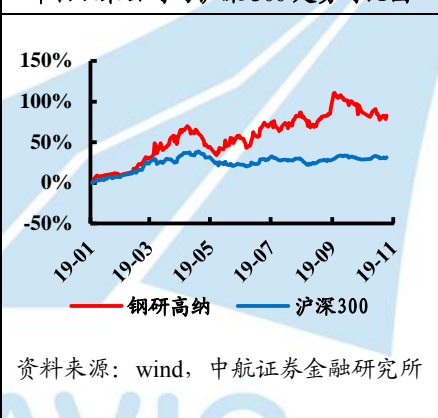
2019年10月28日

公司投资评级	买入
当前股价(2019.10.25)	16.03

基础数据 (2019.10.25)

上证指数	2954.93
总股本(亿股)	4.69
流通A股(亿股)	4.22
资产负债率	27.93%
ROE	6.08%
PE(TTM)	51.28
PB(LF)	3.70

年初以来公司与沪深300走势对比图



➤ **事件：**公司10月28日公告，2019前三季度营收10.33亿（+94.28%），归母净利润1.27亿（+88.24%），毛利率32.77%（+5.20pcts），净利率15.03%（+1.71pcts）。

投资要点：

● **业绩持续大幅增长，毛利率保持高位：**公司前三季度营收、归母净利润同比增长94.28%和88.24%。业绩增长的主要原因为新力通并购及销售规模扩大所致。前三季度公司毛利率为32.77%（+5.20pcts），保持同期最高位，公司产品主要分为变形、铸造以及新型高温合金三类，新力通一定程度上拉升了公司铸造高温合金产品的毛利率，此外公司在新型高温合金的持续技术提升，有望进一步增加公司的毛利率，增加公司的盈利能力。

● **新力通民用产品前景良好，业绩持续可期：**公司2018年收购新力通，新增了石化、冶金等民用领域铸造高温合金产品。新力通业绩承诺2017、2018及2019年的扣非净利润分别不低于5,000万元、7,000万元、9,000万元。从这方面来看，新力通2019年有望实现业绩承诺。此外，新力通产品收入主要来自石化领域，受益于新增炼化产能扩张势头强劲，一定程度上保障了未来业绩的可持续性。

● **高温合金航空航天市场持续带动业绩增厚：**高温合金是制造航空航天发动机热端部件的关键材料，在先进的航空发动机中，高温合金用量占发动机总重量的40%-60%以上。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。公司目前是国内高端和新型高温合金制品生产规模前列的企业之一，拥有年生产超千吨航空航天用高温合金母合金的能力以及航天发动机用精铸件的能力，随着行业景气度的持续提升，公司将率先获益。

● **募集配套资金发行股票，中国航发为发行对象：**10月9日，公司公告以14.73元/股的价格发行814.66万股，募集资金1.2亿元，其中中国航发资产管理有限公司认购6000万元。中国航发作为中国先进发动机的研制生产单位、公司产品下游用户，通过此次资本运作，有望进一步增强未来两家公司间的合作，给公司高温合金产品订单提供保障。

● **投资建议：**公司前三季度业绩保持大幅增长，而作为国内为数不多具有高端高温合金研发、生产能力的公司，未来随着国防安全愈加受重视，航空航天新材料技术的持续突破，公司军品业务有望得到持续增长。同时公司抓准高温合金在石化、冶金等领域的需求增长，拓展民用市场，增厚了公司的盈利水平。我们预测公司2019、2020、2021年归母净利润分别为1.92亿、2.30亿、2.66亿，EPS分别为0.41元、0.49元、0.57元，当前股价对应PE分别为39.21倍、32.69倍、28.26倍，给予“买入”评级，我们认为公司2019年PE在43倍左右相对合理，6个月目标价17.58元。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

- **风险提示:** 市场需求低于预期、民品业务拓展不利、技术风险、原材料价格上涨。

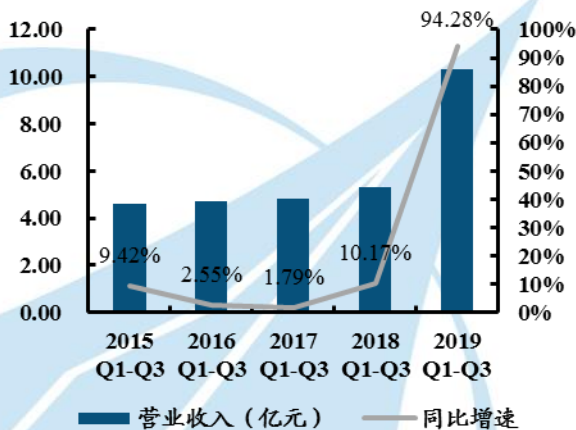
- **盈利预测:**

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	674.91	892.59	1322.71	1557.25	1765.48
增长率 (%)	-0.96%	32.25%	48.19%	17.73%	13.37%
归属母公司股东净利润	58.19	106.78	191.88	230.17	266.19
增长率 (%)	-39.36%	83.49%	79.70%	19.96%	15.65%
每股收益 (EPS)	0.13	0.23	0.41	0.49	0.57

数据来源: wind, 中航证券金融研究所

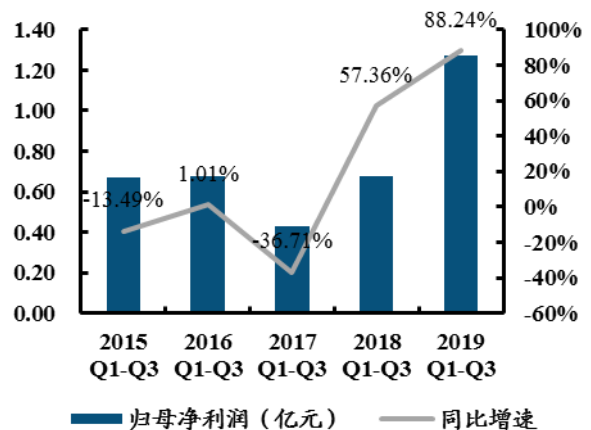
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司前三季度营业收入及增速情况



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司前三季度归母净利润及增速情况



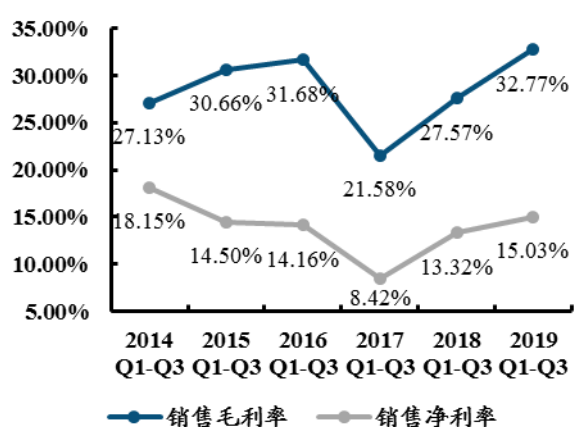
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司前三季度三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司前三季度毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

报表预测 (百万元)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表						
营业收入	681.43	674.91	892.59	1322.71	1557.25	1765.48
减: 营业成本	481.17	533.72	630.52	925.90	1090.07	1235.84
营业税金及附加	6.32	7.40	10.05	13.89	16.35	18.54
营业费用	5.22	6.39	8.02	11.88	13.99	15.86
管理费用	75.98	66.97	62.86	93.14	109.66	124.32
财务费用	0.76	-0.02	0.19	3.80	7.30	8.29
资产减值损失	6.70	20.03	13.44	20.00	15.00	10.00
营业利润	106.20	40.96	120.17	254.10	304.87	352.63
加: 其他非经营损益	-1.24	12.25	16.72	0.32	0.32	0.32
利润总额	104.96	53.21	136.89	254.42	305.20	352.95
减: 所得税	11.56	4.24	16.55	38.16	45.78	52.94
净利润	93.40	48.97	120.34	216.25	259.42	300.01
减: 少数股东损益	-2.56	-9.23	13.57	24.38	29.24	33.82
归属母公司股东净利润	95.97	58.19	106.78	191.88	230.17	266.19
资产负债表						
货币资金	175.31	208.66	125.72	198.41	233.59	264.82
应收和预付款项	605.02	633.64	878.95	1294.39	1500.76	1750.40
存货	383.87	431.78	467.38	621.91	740.69	907.10
其他流动资产	13.88	13.04	1.09	1.09	1.09	1.09
长期股权投资	0.00	16.19	48.77	48.77	48.77	48.77
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	503.30	480.62	584.04	522.23	465.42	413.61
无形资产和开发支出	47.17	59.52	435.89	429.50	423.11	416.72
其他非流动资产	65.39	55.21	42.45	33.86	31.47	31.47
资产总计	1793.93	1898.65	2584.30	3150.16	3444.90	3833.98
短期借款	11.00	22.20	56.51	148.19	189.71	196.68
应付和预收款项	256.91	307.71	481.22	798.43	855.95	1011.72
长期借款	8.23	6.43	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	117.36	140.57	149.29	27.10	27.10	27.10
负债合计	393.50	476.92	687.03	973.72	1072.75	1235.49
股本	419.72	422.24	448.94	448.94	448.94	448.94
资本公积	331.70	349.77	687.90	687.90	687.90	687.90
留存收益	548.29	581.30	658.64	797.41	963.88	1156.40
归属母公司股东权益	1299.72	1353.30	1795.48	1934.25	2100.73	2293.25
少数股东权益	100.72	68.43	101.80	126.17	155.41	189.23
股东权益合计	1400.43	1421.73	1897.28	2060.43	2256.14	2482.48
负债和股东权益合计	1793.93	1898.65	2584.30	3034.15	3328.89	3717.97
现金流量表						
经营性现金净流量	12.16	42.83	63.13	37.35	64.06	105.58
投资性现金净流量	-46.72	-24.28	-134.07	0.27	0.27	0.27
筹资性现金净流量	52.55	6.91	-27.28	35.06	-29.15	-74.61
现金流量净额	17.99	25.46	-98.24	72.68	35.18	31.24

数据来源: wind, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券金融研究所首席分析师。

梁晨, SAC 执业证书号: S0640519080001, 北京科技大学材料硕士, 中航证券金融研究所军工行业分析师。

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发或为任何就送发、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。