

2019年09月17日

钢研高纳 (300034.SZ)

钢研高纳：航发资产参与定增，关注公司批量化生产进程

■事件：

根据公告，公司以 14.73 元/股发行 814.66 万股募集资金 1.20 亿元，其中航发资产认购 6000 万，最终持有公司 0.87% 的股权，锁定期 12 个月。

■航发资产参与定增，表明对其技术实力认可

航发资产 16 年 12 月成立，作为航发集团的投融资平台，有利于航发集团以资本为纽带，调动全国各方面的优势资源，建立“小核心、大协作、专业化、开放式”的研发生产体系，更好地聚焦于航空发动机主业。此次其参与钢研高纳定增，表明了对其技术实力的认可。

■依托钢研集团，公司是国内高温合金研制龙头

公司依托钢研集团，其持有上市公司 44.29% 的股权。公司主要产品为高温合金并涵盖所有细分领域，60% 以上产品面向航空航天领域的客户，其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；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。

公司目前是国内高端和新型高温合金制品生产规模最大的企业，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；也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，多个细分产品占据市场主导地位。公司自 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。

■高温合金军民共振处于高景气周期内，关注新产品批产情况

收入利润增长较高主要为新力通并表，其内生增长亦较快。18 年公司实现收入 (8.93 亿元，+32.35%) 净利润 (1.07 亿元，+83.49%)；19H1 实现收入 (6.76 亿元，+95.57%)，净利润 (0.86 亿元，+86.19%)。其中：

1) 从研制到批产，关注新产品批量。母公司 18 年实现收入 (7.54 亿元，+16.66%)，净利润 (0.78 亿元，+43.42%)；19H1 实现收入 (4.40

公司快报

证券研究报告

特钢

投资评级 **买入-A**

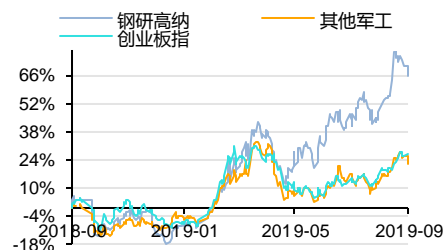
维持评级

6 个月目标价：**18.8 元**
股价 (2019-09-17) **17.16 元**

交易数据

总市值 (百万元)	7,914.09
流通市值 (百万元)	7,232.51
总股本 (百万股)	461.19
流通股本 (百万股)	421.47
12 个月价格区间	8.60/18.48 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.82	8.17	34.97
绝对收益	12.16	26.08	62.55

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

张傲

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517120004
zhangao@essence.com.cn

相关报告

亿元，+27.13%），净利润（0.68 亿元，+73.21%），毛利率较 18H1 提升 3.17pct 至 33.13%，主要来自内部管控加强、产量提升及关键环节的打通，研发费用同比增长 50.56%。根据公告，公司承接了多家主机厂和设计所近十种新产品的研发任务，并在铸造高温合金的核心竞争领域——单晶叶片的研发上实现重大突破。公司此前定位为研究型机构，研制产品品类多但批产化产品较少，随着产能提升及航空发动机的需求增加，产品批量化生产将带动毛利率逐步提升，盈利能力提升可期。

2) **收购新力通，大力拓展民品市场。**18 年 11 月公司完成以 13.94 元/股发行 2670.73 万股并支付现金 1.02 亿元作价 4.75 亿元收购青岛新力通 65% 股权，新力通成立以来一直从事高温合金离心铸管及静态铸件的专业化生产，主要涵盖石化（裂解管、转化管的国内市场市占率基本在 35% 左右，15-17/17-19 年中国石化连续两届框架供应商投标中均获得总分第一名）、冶金（炉辊、辐射管等，国内市占率不足 10% 目标 20%，并成为日本 JFE、新日铁等公司在中国国内供应商）、玻璃等领域。

根据业绩承诺，2017-2019 年的扣非净利润分别不低于 5000、7000、9000 万元，其 17/18 年的实际归母净利润/扣非归母净利润分别为 5067.75/4820.23、6671.53/6620.15 万元。根据公告，19H1 实现收入 2.38 亿元，净利润 0.48 亿元，预计业绩承诺实现问题不大。

3) **从航空发动机到航空材料，轻质合金产品增长可期。**公司持有河北德凯 80% 股权，骨干员工个人持股 20%，目前已经成为国内航空航天领域铝合金熔模铸造技术水平最高，国内唯一可以实现工业化镁合金熔模铸造生产，钛合金铸造技术国内一流，主要服务于航空、航天、雷达通信领域用户。德凯 18 年实现收入（0.77 亿元，+35.09%），净利润（0.19 亿元，+38.39%），19H1 实现收入（0.47 亿元，+35.79%），净利润（0.12 亿元，+30.48%）。

公司未来成长性可期，一方面，目前国际上高端通用航空轻质合金零部件主要被美国的 PCC、Howment 和德国 TiAl 等公司垄断，德凯公司 15 年通过 AS9100 认证，正在开展热处理、焊接和无损检验的 NADCAP 认证；另一方面，军工系统生产单位对高端铝合金铸造件的生产能力有限，大量铸件需要外委加工。

■关注后续募投项目建设投产情况，将形成新的利润增长点

公司 19 年 6 月通过了对外投资建设青岛市产业基地项目，包括高温合金精铸件和铝镁钛轻质合金精铸件项目，一期项目总投资 8.1 亿元，建设期为 2 年，或将从根本解决科研试制与批产相互影响、开拓国际宇航业务面临的提升交付能力和改善生产现场管理等问题，有利于巩

固和提高公司产品在高温合金领域的市场地位和技术优势，布局国际宇航市场，形成新的利润增长点。

■股权激励条件要求复合增长率不低于20%

公司作为国资委批复的首批双百试点之一，关注具体方案。公司此前发布5年期股权激励方案：

- 1) 以19年5月24日为首次授予日，以6.23元/股首次授予122人1241.08万股，限售期为24、36、48个月；
- 2) 解除限售条件业绩目标为：以18年为基础，可解锁日前一个会计年度归母净利润复合增长率不低于20%；可解锁日前一个会计年度（ROE）分别不低于8%、8.5%、9%等。
- 3) 19-22年需分摊的费用分别为1783、3057、2234、1097万元。

■投资建议：钢研高纳是国内高温合金材料的龙头标的，公司正处于战略和市场的转变阶段，开始由研制走向批产，由航空发动机材料走向航空材料，由国内走向国际市场，公司将直接受益于军用航空发动机市场发展、民用和国际航空市场的拓张，未来增长可期。我们预计2019-2020年净利润分别为1.81、2.22亿元，EPS分别为0.40、0.49元，对应当前股价的PE分别为45、36倍，维持“买入-A”评级。

■风险提示：型号批产不达预期；募投项目进展低于预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	674.9	892.6	1,534.7	1,947.4	2,459.3
净利润	58.2	106.8	180.5	222.0	265.6
每股收益(元)	0.13	0.23	0.38	0.47	0.57
每股净资产(元)	2.93	3.89	4.48	4.76	5.10

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	136.0	74.1	44.6	36.3	30.3
市净率(倍)	5.8	4.4	3.8	3.6	3.4
净利润率	8.6%	12.0%	11.8%	11.4%	10.8%
净资产收益率	3.4%	6.3%	9.8%	11.2%	12.3%
股息收益率	0.4%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%
ROIC	4.1%	10.1%	12.2%	12.4%	11.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测；考虑增发完成

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	674.9	892.6	1,534.7	1,947.4	2,459.3	成长性					
减:营业成本	533.7	630.5	1,035.5	1,329.7	1,703.4	营业收入增长率	-1.0%	32.3%	71.9%	26.9%	26.3%
营业税费	7.4	10.1	17.3	22.0	27.8	营业利润增长率	-50.6%	160.5%	83.3%	23.0%	19.6%
销售费用	6.4	8.0	14.6	18.5	23.4	净利润增长率	-39.4%	83.5%	69.0%	23.0%	19.6%
管理费用	67.0	108.9	199.5	253.2	319.7	EBITDA 增长率	-45.5%	161.8%	40.7%	26.9%	24.0%
财务费用	-0.0	0.2	0.3	0.2	0.2	EBIT 增长率	-61.7%	306.5%	50.6%	22.9%	19.6%
资产减值损失	20.0	13.4	16.7	15.1	15.9	NOPLAT 增长率		149.3%	83.5%	22.9%	19.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	0.6%	52.3%	21.3%	27.4%	15.8%
投资和汇兑收益	0.5	-1.3	-0.4	-0.8	-0.6	净资产增长率	1.5%	33.4%	18.2%	8.1%	9.0%
营业利润	52.4	136.6	250.4	307.9	368.3	利润率					
加:营业外净收支	0.8	0.3	-0.3	-0.3	-0.3	毛利率	20.9%	29.4%	32.5%	31.7%	30.7%
利润总额	53.2	136.9	250.1	307.6	368.0	营业利润率	7.8%	15.3%	16.3%	15.8%	15.0%
减:所得税	4.2	16.5	30.0	36.9	44.2	净利润率	8.6%	12.0%	11.8%	11.4%	10.8%
净利润	58.2	106.8	180.5	222.0	265.6	EBITDA/营业收入	11.7%	23.1%	18.9%	18.9%	18.6%
						EBIT/营业收入	6.1%	18.6%	16.3%	15.8%	15.0%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	250	206	134	128	141
货币资金	208.7	125.7	214.9	272.6	344.3	流动营业资本周转天数	396	321	223	221	218
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	657	557	414	424	422
应收账款	256.8	437.4	622.8	762.0	986.9	应收账款周转天数	142	142	125	128	128
应收票据	352.6	415.6	607.5	723.2	957.4	存货周转天数	218	181	121	119	118
预付账款	21.3	20.4	31.4	42.5	52.1	总资产周转天数	985	904	695	693	668
存货	431.8	467.4	568.1	724.7	884.1	投资资本周转天数	631	604	469	461	441
其他流动资产	13.0	1.1	9.3	7.8	6.1	投资回报率					
可供出售金融资产	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	ROE	3.4%	6.3%	9.8%	11.2%	12.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.6%	4.7%	6.6%	6.5%	6.5%
长期股权投资	16.2	48.8	48.8	48.8	48.8	ROIC	4.1%	10.1%	12.2%	12.4%	11.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	455.1	568.0	577.2	809.3	1,116.0	销售费用率	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
在建工程	25.5	16.1	172.9	286.4	97.3	管理费用率	9.9%	7.0%	13.0%	13.0%	13.0%
无形资产	59.5	115.8	113.6	111.5	109.3	财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	10.9%	8.0%	14.0%	14.0%	14.0%
资产总额	1,898.6	2,584.3	3,340.9	4,158.1	4,969.1	偿债能力					
短期债务	22.2	56.5	86.5	175.5	281.9	资产负债率	25.1%	26.6%	32.9%	41.7%	46.8%
应付账款	142.5	219.0	333.3	464.6	557.5	负债权益比	33.5%	36.2%	49.0%	71.5%	88.1%
应付票据	123.4	232.5	319.8	382.0	517.0	流动比率	3.73	2.49	2.39	2.28	2.12
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	2.48	1.70	1.73	1.63	1.54
长期借款	6.4	-	132.6	515.6	700.8	利息保障倍数	-2,709.6	857.43	798.36	1,874.76	1,644.07
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	476.9	687.0	1,098.7	1,733.9	2,327.3	DPS(元)	0.06	0.12	0.15	0.19	0.23
少数股东权益	68.4	101.8	141.4	190.1	248.4	分红比率	50.8%	50.5%	40.0%	40.0%	40.0%
股本	422.2	448.9	469.3	469.3	469.3	股息收益率	0.4%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%
留存收益	931.1	1,346.4	1,631.5	1,764.7	1,924.0						
股东权益	1,421.7	1,897.3	2,242.2	2,424.2	2,641.8						
						现金流量表					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	49.0	120.3	180.5	222.0	265.6	EPS(元)	0.13	0.23	0.38	0.47	0.57
加:折旧和摊销	38.9	41.2	39.3	60.0	88.0	BVPS(元)	2.93	3.89	4.48	4.76	5.10
资产减值准备	20.0	13.4	-	-	-	PE(X)	136.0	74.1	44.6	36.3	30.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.8	4.4	3.8	3.6	3.4
财务费用	1.5	0.8	0.3	0.2	0.2	P/FCF	131.7	-17.0	-127.1	86.9	68.8
投资损失	-0.5	1.3	0.4	0.8	0.6	P/S	11.7	8.9	5.2	4.1	3.3
少数股东损益	-9.2	13.6	39.6	48.7	58.3	EV/EBITDA	64.0	18.8	28.1	23.4	19.5
营运资金的变动	-11.7	-63.1	-232.6	-252.7	-322.1	CAGR(%)	76.8%	39.1%	33.1%	76.8%	39.1%
经营活动产生现金流量	42.8	63.1	27.5	79.0	90.6	PEG	1.8	1.9	1.3	0.5	0.8
投资活动产生现金流量	-24.3	-134.1	-203.5	-404.3	-204.1	ROIC/WACC	0.4	0.9	1.1	1.1	1.0
融资活动产生现金流量	6.9	-27.3	265.1	383.1	185.2	REP	11.8	2.4	3.5	2.8	2.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测, 考虑增发完成

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

冯福章、张傲声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034