

## 隆达股份 (688231)

### 高温合金后起之秀，破茧成蝶开启新篇章

**由合金管材迈向高温合金：**公司自成立以来始终专注于合金材料的研发、生产和销售，以“提供全球动力产业核心基础材料”为企业愿景，致力于“打造国际一流高温合金研发制造基地”。目前主营业务包括合金管材、高温合金、镍基耐蚀合金三类产品。其中高温合金业务为公司的新晋业务，产品下游领域主要为“两机”领域，公司已顺利取得军品供应资质，并进入中国航发商发、东方汽轮机等下游知名客户的供应商体系。具有高附加值的高温合金产品仍处于产能爬坡阶段，随着募投项目的推进，公司中长期成长空间逐步打开；

**募投项目助力产能突破：**公司本次公开发行拟募集项目投资总额 10 亿元，主要用于“新增年产 1 万吨航空级高温合金的技术改造项目”及“新建研发中心项目”，实施主体均为其全资子公司航材公司。两个项目建设期均为 3 年，前者计划建设 1 万吨高品质高温合金年产能，其中包括 6000 吨变形高温合金、2000 吨变形高温合金棒材以及 2000 吨铸造高温合金母合金；后者用于新建高温合金材料研发试制、检测验证中心。此次募投项目若能顺利推进，公司将在 2028 年形成共计 18000 吨高温合金产能，同时产品生产工艺和检测技术也将得到系统化的改善，未来竞争力将进一步提升；

**切入高温合金发展快车道：**我国高温合金实际产能较小，尤其是高端航空用高温合金有效产能尚不能满足日益增长的市场需求，国内相关企业直接竞争较少，多属于竞合关系，行业生态较为健康。目前国内航空航天领域用高温合金严重依赖进口，关键材料国产替代是大势所趋，伴随着国防军队现代化建设提速，军用装备换装列装进程加快，航空用高温合金将迎来高景气周期。同时燃气轮机、汽车等下游行业的高温合金需求也有望保持稳步增长。国内供需关系依然偏紧，高温合金盈利水平将维持高位。隆达股份虽然进入高温合金行业时间较晚，但凭借着严格的产品质控体系和与日俱增的客户需求，公司已然迈入高温合金行业的发展快车道；

投资评级

持有

首次评级

收盘价(元):

#### 基本数据

总股本(百万股)	246.86
总市值(百万)	
流通股本(百万股)	50.59
流通市值(百万)	
12月最高/最低价(元)	
资产负债率(%)	59.25
每股净资产(元)	
市盈率(TTM)	
市净率(PB)	
净资产收益率(%)	3.07

#### 作者

邓轲 分析师  
SAC 执业证书: S0640521070001  
联系电话: 021-23563561  
邮箱: dengke@avicsec.com

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

**投资建议：**公司作为合金材料行业的佼佼者，凭借扎实的生产工艺技术及强大的研发实力而顺利切入具有高附加值的高温合金产品领域，募投项目的推进有望助力公司提升各类高温合金产品的产能，未来其在高温合金行业将有望具备更强的综合竞争力。未来更多高温合金新牌号的过验和投产、产品结构优化带来的盈利性提升以及扩产后产能的逐步释放将成为公司业绩释放的核心推动力。鉴于国内高温合金产品的供需关系依然偏紧，中期内基本无需担忧行业供给端过于宽松的现象，因此高温合金产品的盈利水平有望维持高位，公司作为行业内的后起之秀将充分受益。我们预计公司2022-2024年实现营业收入分别为12.0/17.7/22.0亿元，同比增长65.1%/47.8%/24.0%，实现归母净利润分别为1.67/3.12/4.45亿元，同比增长137%/87%/43%，对应PE 57.9/30.9/21.7。首次覆盖，给予“持有”评级。

**风险提示：**原材料价格抬升风险、产品牌号验证进度不及预期、募投项目及投产进度不及预期、下游需求增长及国产替代进程不及预期、新冠疫情反复风险。

#### 盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	540	726	1,198	1,771	2,197
增速（%）	-4.61%	34.49%	65.13%	47.79%	24.04%
归母净利润（百万元）	35	70	167	312	445
增速（%）	255.45%	102.09%	137.29%	87.29%	42.67%
每股收益（元）	0.14	0.28	0.67	1.26	1.80
市盈率（倍）	277.69	137.41	57.91	30.92	21.67

资料来源：中航证券研究所



## 正文目录

一、 合金材料佼佼者 .....	5
1.1 发展历程.....	5
1.2 高温合金接棒合金管材 .....	6
1.3 募投项目助力长期成长 .....	10
二、 高温合金后起之秀 .....	12
2.1 身处产业链上游，自主研发攻克难题.....	12
2.2 市场竞争格局稳定，差异化促进多元发展.....	13
2.3 布局高附加值领域，市场空间逐步打开.....	17
三、 盈利预测及估值 .....	21
3.1 盈利预测.....	21
3.2 投资建议.....	22
3.3 风险提示.....	23

## 图表目录

图 1 公司股权结构图 .....	6
图 2 公司产品类别 .....	7
图 3 公司营业收入及销售毛利率.....	8
图 4 公司分产品营收（亿元）及增速（右轴） .....	8
图 5 公司分产品营业收入占比.....	9
图 6 公司分产品毛利占比 .....	9
图 7 公司分产品毛利率情况 .....	9
图 8 公司归母净利润和销售净利率.....	10
图 9 IPO 募投项目 .....	10
图 10 公司高温耐蚀合金产品年产能预测（吨） .....	11
图 11 变形高温合金产业链.....	12
图 12 国内领先高温合金企业对比.....	14
图 13 各公司高温合金产品单价对比（单位：万元/吨） .....	14



图 14 2021 年各公司高温合金业务经营数据 .....	15
图 15 各企业高温合金业务毛利率对比 .....	15
图 16 公司历年销售毛利率及分领域产品毛利率 .....	17
图 17 高温合金下游消费结构占比 .....	17
图 18 高温合金在航空发动机中使用图示（标红部分） .....	17
图 19 分领域高温合金产品营收（万元） .....	18
图 20 高温合金产品分领域营收结构 .....	18
图 21 中国军机数量与美国有较大差距 .....	19
图 22 我国民用航空领域高温合金未来 20 年需求预测 .....	19
图 23 燃气轮机领域高温合金需求预测 .....	20
图 24 国内汽车行业高温合金需求 .....	21
图 25 主要产品销量、单位数据预测 .....	22
图 26 盈利预测 .....	23
图 27 同业估值比较 .....	23
图 28 财务数据预测（百万元） .....	24

AVIC

## 一、合金材料佼佼者

### 1.1 发展历程

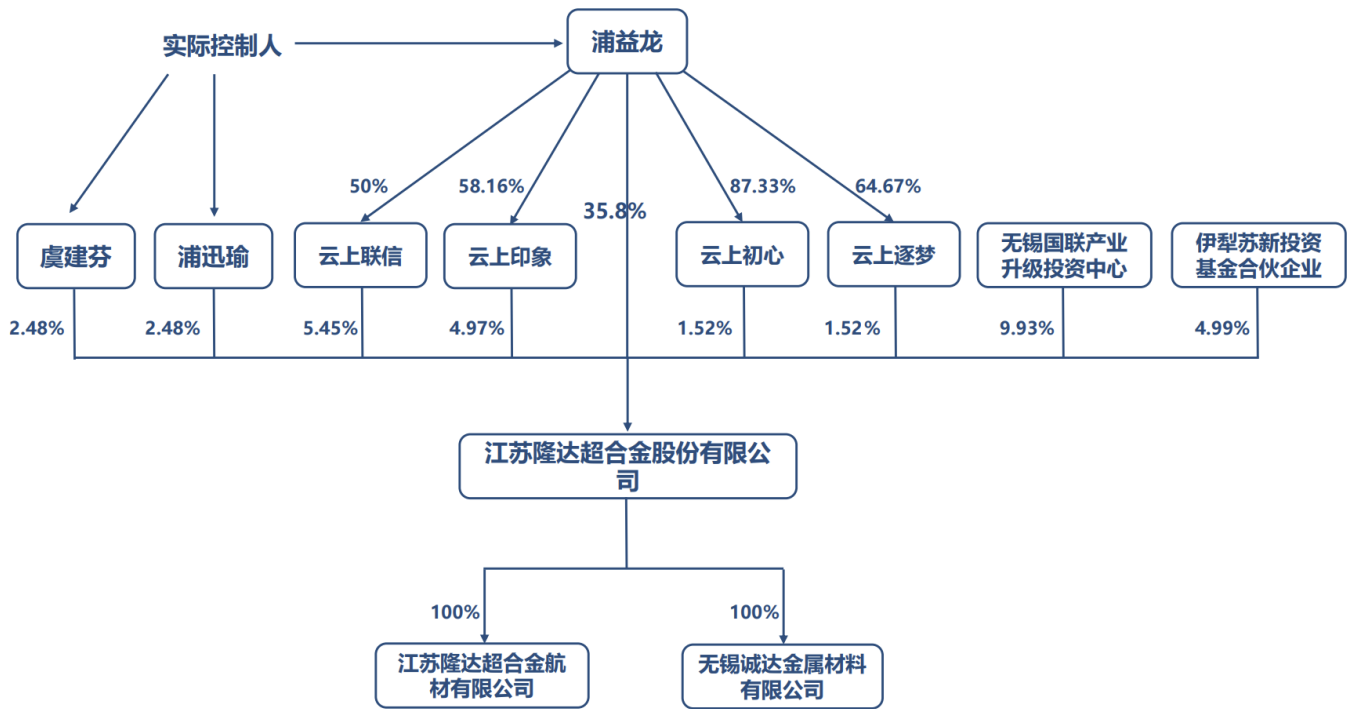
江苏隆达超合金股份有限公司（以下简称“隆达股份”或“公司”）专注于合金材料的研发、生产和销售，其经营范围主要包括生产有色金属复合材料、新型合金材料及其制品；自营和代理各类商品及技术的进出口业务。公司过去的主营业务为合金管材，自 2015 年起以服务“两机”产业链为目标，便开始逐步加大对镍基耐蚀合金、高温合金等高端产品的投资和相关业务拓展，近年来高端产品营收占比不断增加，公司目前已牵头承担了数个国家和省级重大项目。隆达股份的前身为“无锡隆达金属材料有限公司”（隆达有限），系由无锡隆达科技有限公司和晓达有限公司（香港）在 2004 年 9 月 30 日依法设立的中外合资企业（港资）。全体发起人于 2020 年 11 月 1 日签署《江苏隆达超合金股份有限公司发起人协议书》，对隆达金属有限整体变更设立为股份公司及全体发起人的权利义务等内容作出约定；

公司实际控制人为浦益龙、虞建芬、浦迅瑜，三人共同对发行人进行实际控制。浦益龙是公司的控股股东，直接持有公司 35.8% 的股权，同时其控制的无锡云上联信投资中心、云上印象投资中心、云上初心投资中心、云上逐梦投资中心分别持有公司 5.45%、4.97%、1.52%、1.52% 的股权；虞建芬持有公司 2.48% 的股权，与浦益龙为夫妻关系；浦迅瑜持有公司 2.48% 的股权，与浦益龙为父女关系；。自上海隆翔于 2021 年注销后，公司旗下共有两家全资控股子公司，分别为航材公司和无锡诚达，两家子公司的概况如下：

- **航材公司**：于 2015 年 2 月 11 日由自然人浦益龙及陈培生共同出资发起设立，由于陈培生在航材公司的股权系代浦益龙持有，股权转让于 2017 年完成后，双方代持关系解除，目前航材公司由隆达股份全资控股。航材公司的主营业务为有色金属（包括高温合金）的研发、制造、加工、销售和技术服务等，公司已获评我国工业强基工程之航空发动机和燃气轮机耐高温叶片“一条龙”应用计划的示范企业，同时获评 2021 年度江苏省专精特新小巨人企业。截至 2021 年度，航材公司的净资产为 2.79 亿元，实现净利润 5,639 万元；
- **无锡诚达**：公司于 2020 年 7 月 4 日出资设立，均由公司以货币资金形式出资，拥有对其的实质控制权，故于 2020 年起将其纳入合并财务报表范围。无锡诚达主要从事各类有色金属及合金的制造、压延加工和材料销售。截至 2021 年度，无锡诚达的净资产为 1952.8 万元，实现净利润 16.7 万元。



图1 公司股权结构图



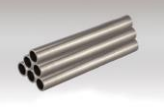


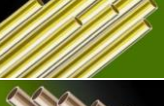



资料来源：iFinD，公司公告，中航证券研究所

## 1.2 高温合金接棒合金管材

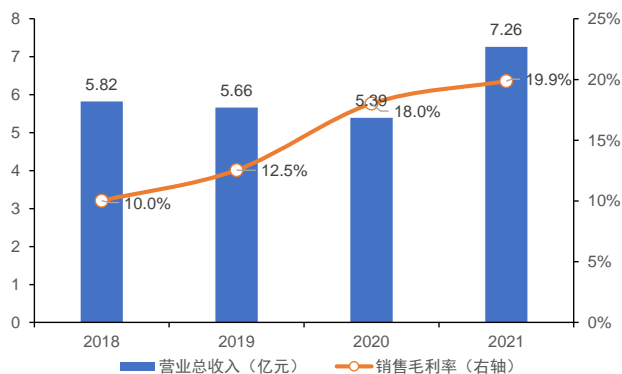
公司自成立以来始终专注于合金材料的研发、生产和销售，公司的主营业务由合金管材（铜基合金）逐步向高温合金、镍基耐蚀合金等高端产品类别拓展。截至 2021 年年底，公司具备合金管材产能 7000 吨，铸造高温合金及镍基耐蚀合金产能 2000 吨，以及变形高温合金产能 3000 吨。公司的合金管材业务产品主要包括铜镍合金管、高铁地线合金管、高效管、黄铜管、紫铜管，下游应用领域包括船舶、石油化工、电力、轨道交通和制冷等民用领域。公司以“提供全球动力产业核心基础材料”为企业愿景，致力于“打造国际一流高温合金研发制造基地”，自 2015 年开始布局对高温合金材料的战略投资。目前高温合金业务包括铸造高温合金和变形高温合金，下游终端应用较为广泛，包括航空航天、能源电力、油气石化、船舶、汽车等行业。其中铸造高温合金专注于服务“两机领域”，即航空发动机和燃气轮机设备，产品应用场景包括军用和民用；

图2 公司产品类别

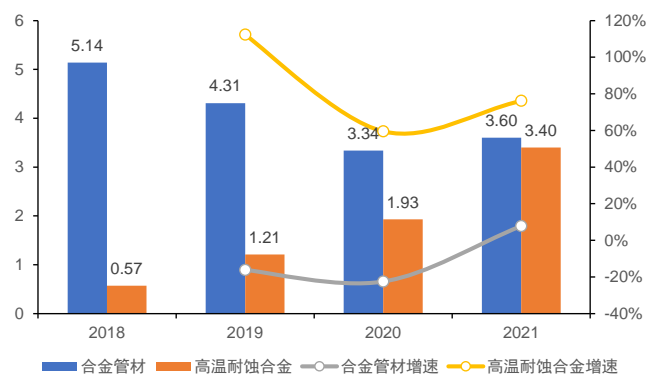
合金类别	产品类别	产品图片	下游领域
高温合金及耐蚀合金	铸造高温合金母合金		航空航天、燃气轮机、核电、汽车涡轮、医疗器械等
	变形高温合金		航空航天、燃气轮机、能源、石油、化工、核工业
	镍基耐蚀合金		船舶、电力、石油化工
合金管材	铜镍合金管		船舶、石油化工、能源电力
	高铁地线合金管		轨道交通
	高效管		船舶、石油化工、能源电力
	黄铜管		船舶、海水淡化、航空、卫浴五金
	紫铜管		船舶、电力、家电

资料来源：公司招股说明书，中航证券研究所

公司业务处于调整阶段，近年来逐步向高附加值产品转换。2018至2020年，公司营业收入呈现出轻微下滑，主要由于公司的业务重心处于调整阶段：公司合金管材的年产能于2018至2021年间分别为10500吨、9300吨、8000吨和7000吨，呈下降趋势，是由于公司在产业结构升级调整的过程中，缩减了低附加值的紫铜管产能，通过收缩合金管材业务来优先集中资源发展高温合金业务。在此期间合金管材业务营收以20%左右的比例逐年收缩，而高温及耐蚀合金业务营收同比增速在2019、2020和2021年分别达到112.3%、59.5%和76.2%；由于合金管材业务营收规模较大，其营收金额降幅在2018至2020年间略大于高温耐蚀合金业务的营收增量，从而导致总体营收的略微下滑。**2021年公司营收为7.26亿元，同比增长34.5%，主要受益于变形高温合金业务营收的快速增长。**从高温合金业务布局进度来看，公司的铸造高温合金母合金生产线于2017年投产，变形高温合金生产线于2020年末开始试产，于2021年上半年开始实现收入，目前仍处于产能爬坡阶段；

**图3 公司营业收入及销售毛利率**


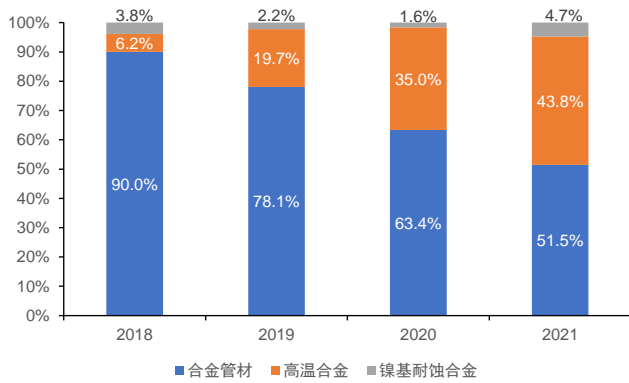
资料来源: Wind, 中航证券研究所

**图4 公司分产品营收 (亿元) 及增速 (右轴)**


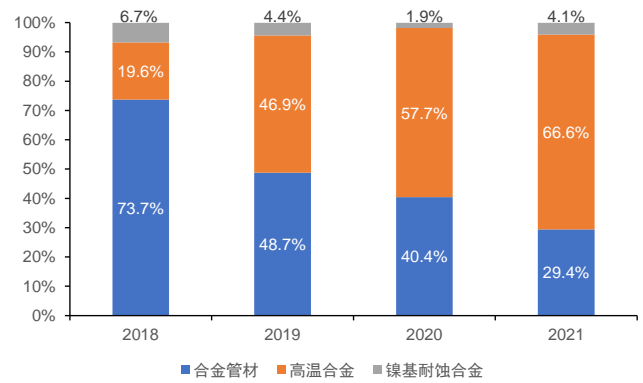
资料来源: 公司招股说明书, 中航证券研究所

**高温合金接棒合金管材，成为更优质的业绩增长点。**得益于高温合金产品的高附加值，公司的销售毛利率在近年来得到了明显的改善，由2018年的10.0%增长至2021年的约19.9%。从各产品营收占比和毛利占比可以看出，相对低附加值的合金管材营收规模随着战略重心的转移而有所收缩，而高温合金产品的营收和毛利占比均呈现出逐年提升的状态，镍基耐蚀合金的营收占比较小且毛利占比处于低位波动状态。虽然合金管材在2021占公司营收的51.5%，但其毛利占比仅占29.4%。高温合金产品贡献的营收占比从2018年度的6.2%增长至2021年的43.8%，与之相对应的毛利占比从19.6%大幅增长至66.6%，已成为公司产品主要的盈利贡献点。同时，从资产口径来看，随着公司的不断投入，高温合金业务对应的分布资产也已远超合金管材业务。截至2021年，公司铸造高温合金及镍基耐蚀合金的整体产能利用率为72.1%，尚未充分释放；变形高温合金于2020年末试产，仍处于产能爬坡期，2021年其产能利用率为19.1%，未来产量将随着业务拓展而逐步投放，生产规模具有较大的增长空间。此外，公司仍有十数个高温合金牌号正处于导入验证阶段，拟配套的装备包括预研机型、研制机型和批产机型，未来高温合金业务规模有望在更多牌号获得验证后加速提升；



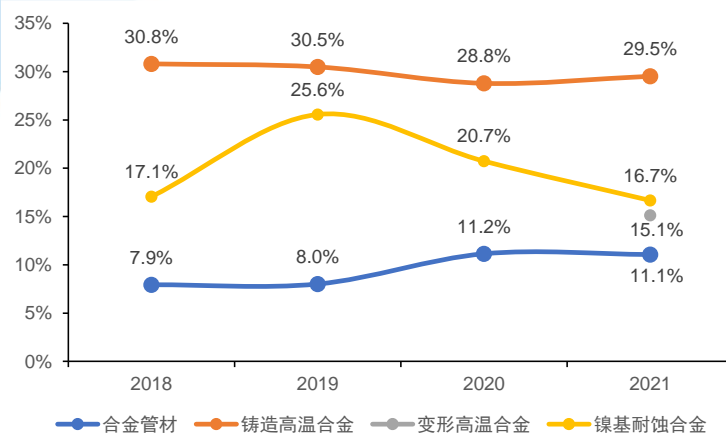
**图5 公司分产品营业收入占比**


资料来源：公司招股说明书，中航证券研究所

**图6 公司分产品毛利占比**


资料来源：公司招股说明书，中航证券研究所

产品盈利性方面，高温合金产品盈利性保持领先水平，合金管材整体毛利率有所改善。公司的高温合金产品重点面向战略地位重、市场空间大、利润空间大的“两机”领域，毛利率基本维持在 30% 的左右；其中，变形高温合金于 2021 年开始实现收入，下游应用主要为油气化工领域，产品毛利率为 15.1%，由于尚处于产能爬坡阶段，故毛利率较低，未来有望随投产而持续改善。合金管材的毛利率在 2018 和 2019 年维持在 8% 左右，随后自 2020 年起小幅上升并维持在 11% 的水平，是由于公司对合金管材业务进行了结构优化，减少了附加值较低的紫铜管生产业务。镍基耐蚀合金业务毛利率则波动较大，但由于营收占比较低，对产品总体盈利性影响较为有限。未来高温合金新产线的陆续投产和产能利用率的攀升将进一步改善公司整体盈利性；

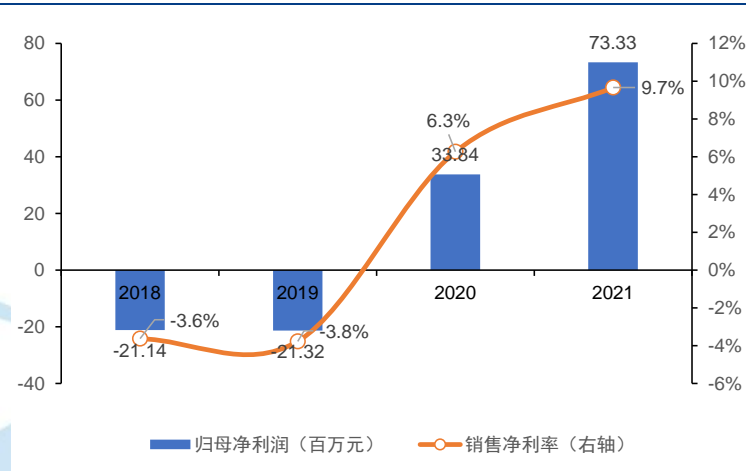
**图7 公司分产品毛利率情况**


资料来源：公司招股说明书，中航证券研究所

业务开拓期和股权激励导致净利为负，新产线发展助力盈利性改善。公司 2018、2019 年归母净利润为负，主要由于高温合金业务尚处于市场开拓期，前期资金投入较高，加之股权激励导致的股份支付费用较高。随着产品结构的变化，公司于 2020 年起扭亏为

盈，并在 2021 年实现归母净利 7333 万元，净利率攀升至 9.7%。

图8 公司归母净利润和销售净利率



资料来源：Wind，中航证券研究所

### 1.3 募投项目助力长期成长

公司本次公开发行拟募集项目投资总额 10 亿元，募集资金扣除发行费用后，将全部用于公司主营业务相关的项目。公司募投项目“新增年产 1 万吨航空级高温合金的技术改造项目”的实施主体为其全资子公司航材公司，项目建设期为 3 年，投资总额约为 8.55 亿元，建设内容为年产高品质高温合金 1 万吨，其中包括变形高温合金 6000 吨、变形高温合金棒材 2000 吨和铸造高温合金母合金 2000 吨。“新建研发中心项目”的实施主体为航材公司，建设期为 3 年，投资总额约为 8471 万元，建设内容为新建高温合金材料研发试制、检测验证中心。剩余的 6000 万元拟全部用于主营业务的流动资金补充；

图9 IPO 募投项目

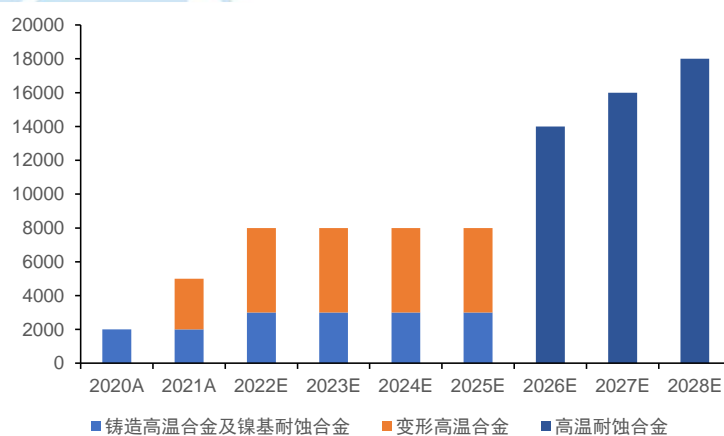
项目	拟使用募集资金 (亿元)	建设期	具体内容
新增年产 1 万吨航空级高温合金的技术改造项目	8.55	3 年	新增年产高品质高温合金 1 万吨的生产规模，其中包括变形高温合金 6000 吨、变形高温合金棒材 2000 吨、铸造高温合金母合金 2000 吨
新建研发中心项目	0.85	3 年	新增真空感应熔炼炉、感应退火炉、直读光谱仪、X 射线荧光光谱仪、电感耦合等离子体质谱仪、氧氮氢分析仪等研发和检测设备 98 台套
补充流动资金	0.60	/	拟全部用于公司的主营业务
合计	10.0	-	-

资料来源：公司招股说明书，中航证券研究所

此次募投项目将助力公司突破产能瓶颈，补齐新玩家的市场开拓短板。截至 2021 年年末，公司具有高温耐蚀合金总产能 5000 吨，其中铸造高温合金及镍基耐蚀合金合计产能

为 2000 吨，变形高温合金产能 3000 吨。公司于 2021 年为两条高温合金产线工艺匹配而购置了相关生产设备，铸造高温合金年产能已于 2021 年年底新增 1000 吨至 3000 吨总产能，待设备调试投产后，公司变形高温合金总产能将增至 5000 吨。公司的“新增年产 1 万吨航空级高温合金的技术改造项目”拟于 2022 年开始建设，预计于 2025 年竣工，随后进入产能爬坡期，预计 2026 年将新增 6000 吨产能，2027 年和 2028 年预计将分别增加 2000 吨产能。**结合公司现有产能以及购置设备形成的产能，公司将在 2028 年形成 18000 吨高温合金产能，其中包括变形高温合金 13000 吨、铸造高温合金及镍基耐蚀合金 5000 吨。**该项目的推进将大幅提升公司的生产能力，以帮助提升公司在高温合金领域的市场份额，与此同时公司的产品结构也将进一步改善。伴随着“新建研发中心项目”的推进，公司的生产工艺和检测技术也将得到系统化的改善，扎实的技术优势有望帮助公司在具有高壁垒的高温合金行业站稳脚跟。

图10 公司高温耐蚀合金产品年产能预测（吨）



资料来源：公司招股说明书，中航证券研究所

注：2026E 至 2028E 的“高温耐蚀合金”为铸造高温合金、镍基耐蚀合金、变形高温合金三类产品的合计产能，各个产品每年新增产能数额有待项目规划进一步明晰

## 1.4 小结

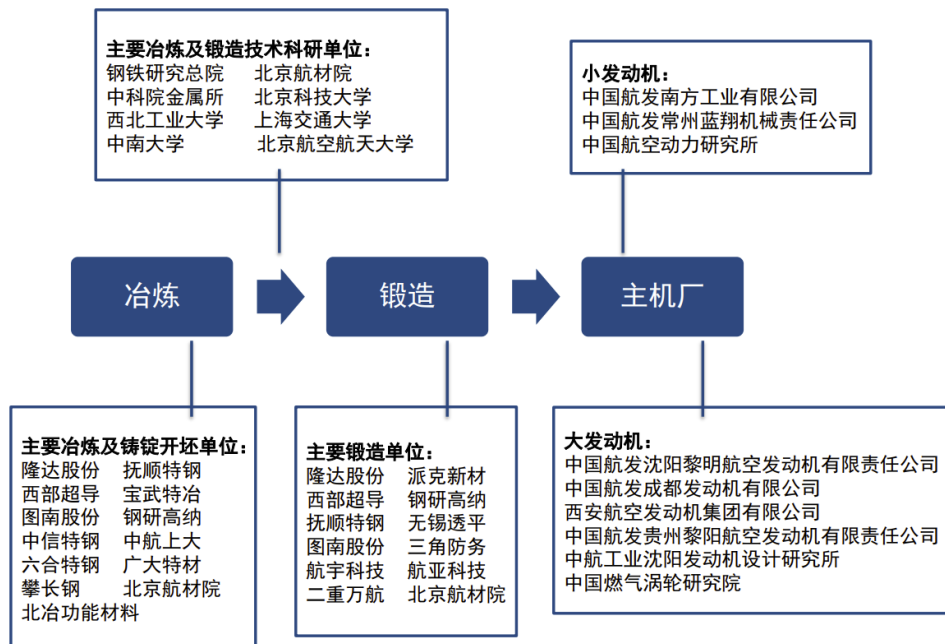
综上所述，隆达股份的业务发展重心逐步从合金管材转换为高温耐蚀合金，整体产品盈利性随着高附加值产品占比提升而改善。公司的铸造高温合金产线于 2017 年投产，变形高温合金产线于 2020 年末开始试产，随着公司对高温合金产品的持续的研发投入和对产线的设备投入，待更多的牌号通过下游客户导入验证后，高温合金的客户导入、牌号验证、产能扩张将成为公司未来业绩的核心推动力。公司已表明了优化产品结构和着力供应两机领域高温合金的产品战略规划，相比之下合金管材产品由于附加值较低，在公司业务结构中的重要性将被逐渐削弱，其营收占比也将随着高温合金的扩产而进一步收缩。因此，以下将从产业链全景、市场竞争格局、市场空间等方面着重对公司的高温合金业务做出分析。

## 二、高温合金后起之秀

### 2.1 身处产业链上游，自主研发攻克难题

高温合金一般以铁、镍、钴等为基，是能在 600°C 以上的高温及一定应力条件下长期工作的金属材料，具有良好的热疲劳性能、抗热腐蚀性能、较好的抗氧化性、良好的塑性和断裂韧性等综合性能。以合金的主要元素来看，镍基高温合金占比达 80%，下游应用范围最广，其次为镍-铁基，占比约为 14.3%，钴基占比最少，约为 5.7%。高温合金按制造工艺可以分为铸造高温合金、变形高温合金和新型高温合金，公司的高温合金品类包括了前两类。铸造高温合金是指以铸造方法直接制备零部件的高温合金材料，具有较高的力学性能、抗氧化和抗腐蚀性能。变形高温合金是对铸锭进行开坯、锻造、轧制、挤压、拉拔、冲压和特殊的热处理技术，以获得不同形状和尺寸的各种锻件与零件。我国变形高温合金应用范围最广，占比达 70%，其次是铸造高温合金，占比 20%。下图中例举了我国变形和铸造高温合金产业链中各个环节的部分参与企业，隆达股份的业务主要处于产业链中上游，其中变形高温合金业务包括了上游原材料的冶炼铸锭及中游变形高温合金棒材的锻造，而铸造高温合金业务主要参与环节为上游母合金的生产；

图11 变形高温合金产业链



资料来源：Wind，中航证券研究所

公司高温合金业务的核心技术来源于自主研发，且拥有核心技术的所有权。隆达股份作为民营企业，在 2015 年切入高温合金市场，相较钢研高纳、抚顺特钢等老牌企业，起步较晚。但公司通过自主研发、课题研发和生产实践，同时积极整合利用国内外技术和科研资源，与上海交通大学、西北工业大学、深圳万泽等科研院所和单位加强合作开发，逐



步形成了国内先进的技术体系和生产工艺。目前公司已成立了高温合金技术研究院，并设立了江苏省博士后创新实践基地，为高温合金材料的研发工作打下了基础。随着新增设备的调试落地和 IPO 募投项目的逐步推进，公司将实现从技术专利到产品批产的实质性科研成果转化；

公司所具备的生产技术优势、检测技术优势和客户资源等优势有望帮助其在高温合金市场成为后起之秀。作为高温合金市场的新晋玩家，隆达股份的竞争优势在很大程度上决定了产品的盈利性与其在行业内的卡位。生产技术方面，公司的高温合金业务借助承担和参与国家两机重大专项的机遇而不断自主创新，在合金纯净度、成分均匀性和组织一致性方面均实现了突破，从而形成了国内先进的生产技术体系；检测技术方面，公司建立的高温合金标准化检测体系，涵盖了从原辅材料、生产过程、成品全过程的检测与检验，并得到了 CNAS（中国合格评定国家认可委员会）的认可，通过了 NADCAP（国家航空航天和国防合同方授信项目）的认证；客户资源方面，公司的航空级高温合金已进入中国航发商发、万泽股份、应流股份、东方汽轮机和江苏永瀚等下游知名客户的供应商体系，上下游稳定的合作关系以及新牌号的持续导入将为后续长期的市场销售提供良好的保障。隆达股份虽然进入高温合金行业时间较晚，但凭借着严格的产品质控体系和与日俱增的客户需求，公司已然迈入高温合金行业的发展快车道。

## 2.2 市场竞争格局稳定，差异化促进多元发展

由于我国高温合金技术开发水平和产量与先进国家水准仍存在较大差距，国内行业生态目前以竞合关系为主。目前我国高端航空用高温合金的有效产能仍然远不能满足日益增长的航空市场需求，高端高温合金的产能短板仍需通过材料进口来填补。出于国防安全以及国家竞争地位的考虑，西方国家仍对我国军工相关领域的技术和产品实行封锁。因此国内从业企业间目前属于竞合关系，直接竞争较少，基本上以努力实现技术创新、扩大产能、满足市场需求为目标共同发展，行业生态较为健康。高温合金行业应具有较高的技术壁垒，从产业链各个环节相关参与方来看，国内从事高温合金的企业大体上可被分为三类：

- 第一类是以抚顺特钢、宝钢特钢、长城特钢等特钢企业为主的大型钢铁厂变形高温合金生产基地。其产品以批量较大、结构较为简单的变形高温合金板材、棒材和锻件为主；
- 第二类是以钢研总院（钢研高纳）、中科院金属研究所（中科三耐）和北京航材院为代表的研究、生产基地。其科研能力较强，产品牌号较齐全，因此涵盖了铸造、变形和新型高温合金等多种产品品类，产品中包含更多结构较复杂的精密铸件、结构件以及据客户需求定制的小批量产品；
- 第三类为其他民营企业，虽然普遍相比老牌钢企规模较小，但近年来业务增速较高。代表企业包括西部超导、图南股份、隆达股份等。



下表对我国高温合金行业领先企业的各项业务指标及 2021 年高温合金产品经营数据进行了横向对比，可以看出各企业在产品形态、产品结构、终端需求等方面的重合度相对较低，不同类别的企业专注于相对不同的高温合金细分赛道，存在差异化竞争趋势；

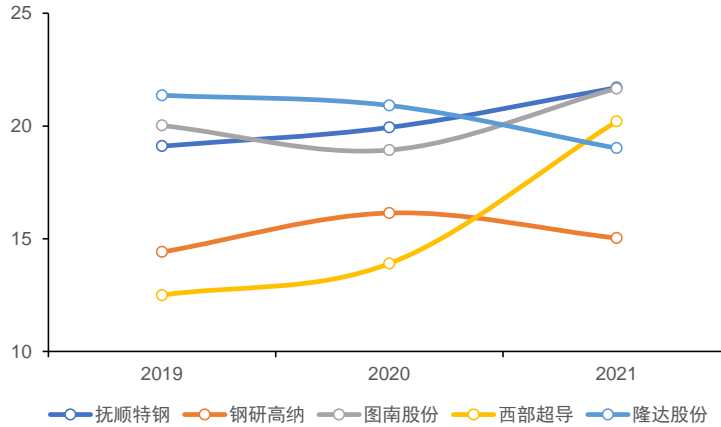
**图12 国内领先高温合金企业对比**

公司	高温合金产能 (吨)	产品特点	在建产能
抚顺特钢	5000	变形高温合金， <b>军品占比高，批量大，结构简单</b>	“均质高强度大规格高温合金、超高强度钢工程化建设项目”和“高温合金、高强钢产业化技术改造项目”预计在2022年下半年投产，届时公司高温合金产能有望达到1万吨
隆达股份	5000	铸造高温合金、变形高温合金， <b>民品占比高，尚处于小批量生产阶段</b>	1、高温合金业务仍处于导入期，待公司设备调试投产后，预计公司变形和铸造高温合金产能将在短期内分别增加2000吨和1000吨； 2、2022年IPO募投建设变形高温合金6000吨、变形高温合金棒材2000吨和铸造高温合金母合金2000吨，建设期3年，达产期3年。
西部超导	2000	高性能高温合金铸锭产能2600吨，镍基高温合金棒材产能2000吨， <b>尚处于小批量生产阶段</b>	1、2019年IPO募投建设年产镍基高温合金棒材1900吨和粉末高温合金母合金600吨项目，建设期2年，达产期计划4年； 2、2021年募投建设1500吨高温合金产能，建设期3年。
钢研高纳	3000	铸造、变形、新型高温合金，以高温合金棒材及粉末高温合金母合金为主， <b>批量小，结构复杂</b>	“青岛新力通新厂（北区）建设项目”为实现满足石化炉管、乙烯裂解炉抗结焦炉管的规模生产，项目设计新增年产能7000吨，预计2021年6月试生产，达产期5年
宝武特冶	1500	大型高温合金盘锻件， <b>民品占比高</b>	
攀钢长城特钢	1200	变形高温合金， <b>民品占比高</b>	
图南股份	1445	铸造高温合金、变形高温合金， <b>批量小，结构复杂</b>	2020年IPO募投建设年产1000吨超纯净高性能高温合金材料和年产3300件复杂薄壁高温合金结构件项目
中科院金属所	1000	铸造、变形、定向凝固以及单晶高温合金， <b>研究为主</b>	
北京航材院	800	铸造、粉末、金属间化合物高温合金， <b>研究为主</b>	
中科三耐	400	航空发动机及汽车增压器用铸造高温合金母合金、燃气轮机叶片、玻璃棉喷催化器	

资料来源：各公司公告，巨潮资讯网，Wind，中航证券研究所

横向对比 2021 年各公司高温合金产品单价，隆达股份的高温合金产品整体均价为 19.02 万元/吨，贴近行业平均水平。从各公司 2021 年单价同比增速来看，隆达股份的高温合金产品均价小幅下滑 4.0% 主要由于新增了部分受托加工的变形高温合金产品；抚顺特钢和图南股份的高温合金产品单价均小幅上涨；西部超导的高温合金单价上涨较快 (+45%) 是由于其高温合金业务起步阶段以民品居多，随着产品在具有高附加值的军用领域认证逐步通过，产品结构优化，整体价格提升；钢研高纳采取了以量补价的策略，单价小幅下滑 (-6.9%)，但整体业绩依然实现高速增长。通过拆分各公司产品业务，所选公司在 2021 年多数通过产能挖潜和提升产能利用率，实现了高温合金产品的产销量同增，下游旺盛的终端需求在很大程度上促进了产品的批量交付；其中，西部超导与隆达股份的销量增速均领先同行，主要由于两者的高温合金产品均处于两机领域业务导入期，产能爬坡初期阶段致产品销量增速较高；

**图13 各公司高温合金产品单价对比 (单位: 万元/吨)**



资料来源: Wind, 中航证券研究所

注: 钢研高纳和图南股份产品单价中包含其他合金业务

图14 2021年各公司高温合金业务经营数据

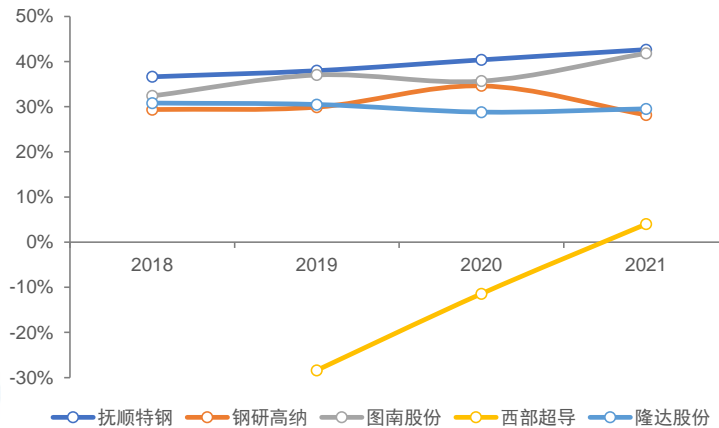
公司	产品	单价 (万元/吨)	单价YOY	销量 (吨)	销量YOY	营收YOY
抚顺特钢	高温合金	21.70	8.8%	6049	4.3%	12.4%
钢研高纳	有色金属冶炼及压延加工	15.03	-6.9%	13322	35.7%	26.4%
图南股份	有色金属冶炼及压延加工	21.66	14.4%	3221	11.7%	27.7%
西部超导	高温合金	20.20	45.3%	503	104.2%	196.7%
隆达股份	高温合金	19.02	-4.0%	1611	73.1%	66.1%

资料来源: 各公司公告, Wind, 中航证券研究所

注: 钢研高纳和图南股份产品销量为总体业务销量, 当中包含了其他合金业务

横向对比行业内头部公司的高温合金业务毛利率水平, 隆达股份较头部企业仍有差距。抚顺特钢、钢研高纳、图南股份和隆达股份的高温合金业务毛利率水平普遍处于 30%-40% 上下, 隆达股份的高温合金产品毛利率水平基本维持在 30% 左右, 较抚顺特钢和图南股份仍有差距, 主要原因为公司目前产品多为民品; 截至 2021 年, 公司整体业务的军品营收占比为 4.4%, 高温合金业务中军品营收占比约为 10.1%, 仍大幅低于后两者的军品营收占比。2021 年, 抚顺特钢通过工艺优化降本增效、提升产品成材率, 将高温合金业务毛利率提升至 42.6%; 图南股份的高温合金盈利性反超钢研高纳达到 41.8%, 一方面公司的全产业链优势和加工工艺改善帮助降低了生产成本, 另一方面具有高附加值的铸造高温合金制品的营收占比提升帮助优化了总体产品结构; 钢研高纳近年毛利率在 30% 至 35% 的区间波动, 主要由于公司产线扩增带来的不确定性, 其子公司新力通的主营产品为民用高温合金受疫情影响拉低了产品毛利率; 西部超导的高温合金业务仍处于起步初期, 但随着产量攀升带来的单位降本, 以及资质验证通过后高端产品占比提高带来价格提升, 西部超导的高温合金业务已于 2021 年实现扭亏为盈, 其盈利性将随着未来不断扩产及更多牌号过验而得到持续改善;

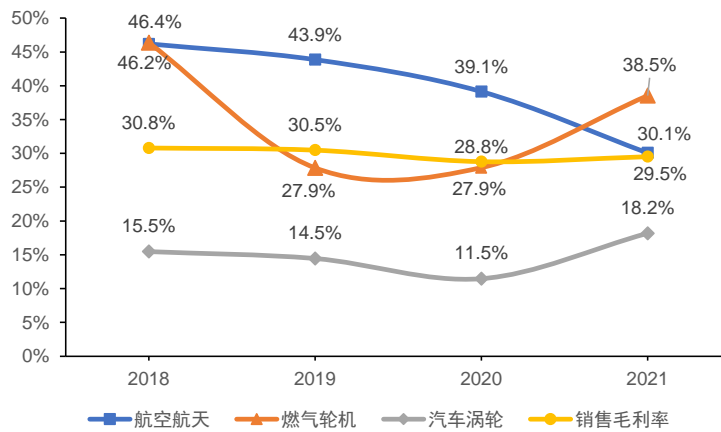
图15 各企业高温合金业务毛利率对比



资料来源：Wind，中航证券研究所

隆达股份的高温合金产品内部结构仍在调整阶段，两机领域用高温合金产品导入期间盈利性波动较大。根据不同的终端应用来看公司的高温合金产品结构，航空航天和燃气轮机领域的产品毛利率普遍处在 30% 以上，但两类产品的毛利率在报告期内分别呈现出连续下滑和 U 字震荡趋势；相比之下，汽车涡轮用高温合金的毛利率处于低位波动状态。航空航天领域高温合金毛利率逐年下降，主要由于该业务仍处于导入期，面对的不确定因素较多，2019、2020 和 2021 年该业务毛利率连续下降的原因分别为：1) 新通过的牌号投产导致原先高毛利率产品占比减少；2) 出于对军品市场长远机遇的考虑，应铸件厂的要求降低 K41\* 牌号高温合金产品单价；3) 原材料镍的平均采购单价由价上升导致单位成本明显上升。航空航天产品毛利率有望随着更多牌号的通过验证而获得更高的确定性，新增产能的陆续落地也有望为公司产品带来降本增效。2018 年燃机领域高温合金毛利率显著高于后续年份，主要是由于公司向中国重燃 F 级 300MW 重型燃机项目销售的高温合金牌号的毛利率显著高于其他产品；2021 年燃机领域高温合金毛利率上升至 38.5% 主要由于毛利率相对较高的直销客户营收占比由 2020 年的 8.7% 增加至 2021 年的 49.6%。由于燃机领域高温合金产品仍处于发展前期，随着产品产能扩张和下游客户的积累，毛利率较易出现波动。汽车涡轮领域用高温合金毛利率于 2020 年下滑至 11.5% 是由于公司当年侧重布局两机领域高温合金市场，为减少市场开发成本，汽车涡轮领域产品改为贸易商模式为主；2021 毛利率上升至 18.2% 主要得益于直销客户占比大幅提升，同时减少了对贸易商客户的销售。

图16 公司历年销售毛利率及分领域产品毛利率

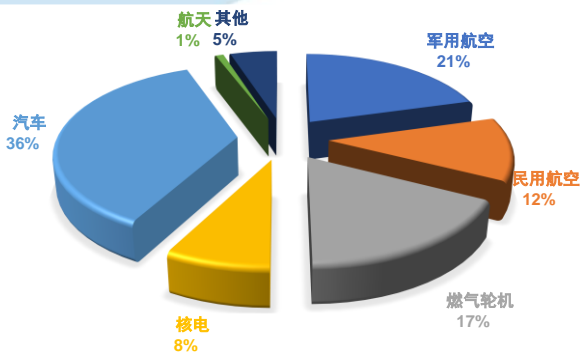


资料来源：Wind，中航证券研究所

## 2.3 布局高附加值领域，市场空间逐步打开

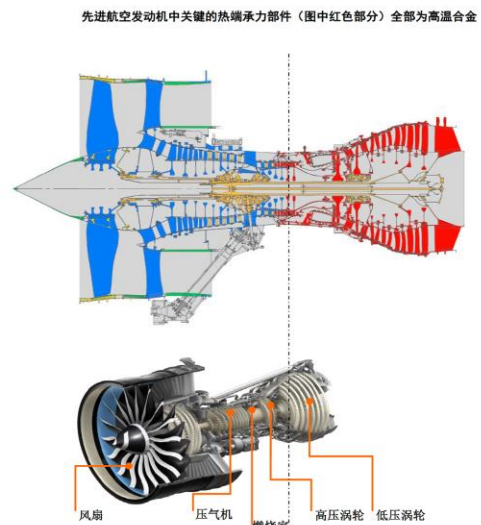
高温合金在材料工业中主要是为航空航天产业服务，但由于其优良的性能，已经应用到核能发电、船舶燃气轮机、石油石化等工业领域，因此高温合金的整体需求在多个终端领域的牵引之下维持高度景气。根据我们的假设测算，高温合金在航空航天领域的消费占比达 34%，主要应用在航空航天发动机的叶片、涡轮盘、燃烧室等零部件。作为制造航空航天发动机热端部件的关键材料，在先进的航空发动机中，高温合金用量占发动机总重量的 40%—60%以上，发动机的性能水平在很大程度上取决于高温合金材料的性能水平；

图17 高温合金下游消费结构占比



资料来源：Roskill，中航证券研究所

图18 高温合金在航空发动机中使用图示（标红部分）

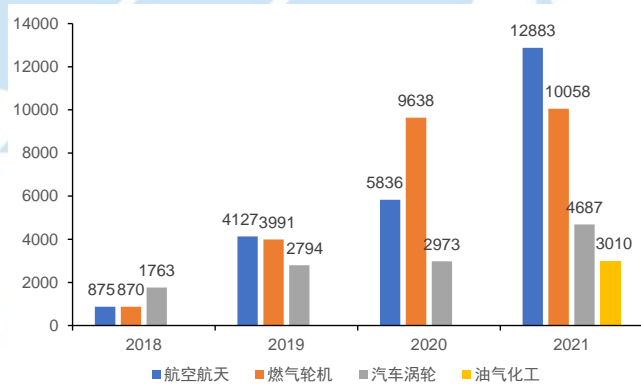


资料来源：西部超导招股说明书，中航证券研究所

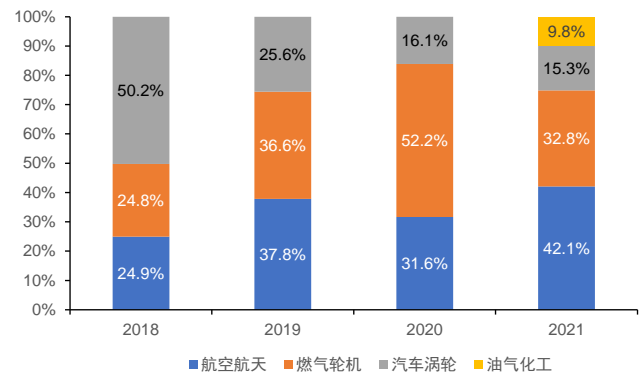
公司的高温合金业务下游应用在近年来逐渐由汽车涡轮领域转向“两机”领域。截至 2021 年，公司的高温合金产品下游主要包括四大块，分别为航空航天领域用发动机、燃



气轮机、汽车涡轮和油气化工。自 2018 年以来，在高温合金业务营收逐年增长的同时，**“两机”用高温合金(包括航空航天、燃气轮机领域)的合计营收占比由 2018 年的 49.8% 增加至 2021 年的 74.9%**，而汽车涡轮用高温合金占比则由 50.2% 下降至 15.3%，产品结构逐渐向利润空间更广阔的两机领域倾斜。燃气轮机用高温合金营收在 2020 年占到了 50% 以上，但在 2021 年下降至 32.8%，主要因为在贸易商销售模式下，公司掌握的终端客户信息较少，导致客户的粘性较弱，且 2021 年受中东地区终端客户需求减弱的影响，营收同比有所下滑。**相比之下，公司在航空航天用高温合金的营收增速更高且更为稳定，2021 年该领域营收同比增长 121% 至 1.29 亿元，主要得益于中国航发商发、万泽股份等民用航空客户的业务增长及下游领域的景气度支持；**根据公告，公司高温合金下游消费领域于 2021 年新增了油气化工领域，且应用于油气化工领域的高温合金产品中有 99.6% 为变形高温合金；截至 2021 年油气化工领域收入占高温合金产品总营收的 9.8%，未来变形高温合金的营收占比有望随扩产项目的推进和产能利用率的提升而进一步攀升；

**图19 分领域高温合金产品营收（万元）**


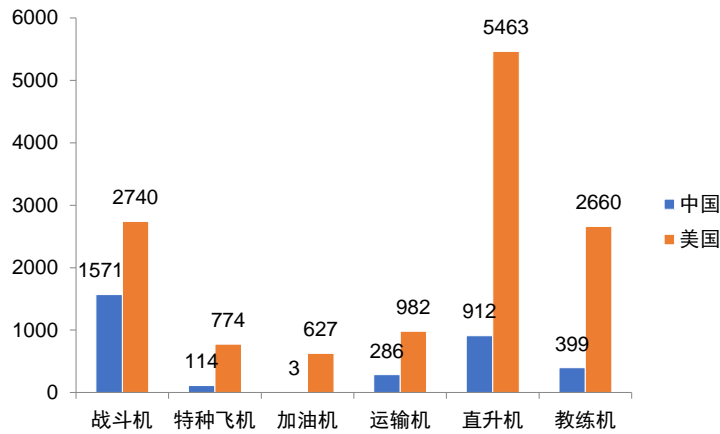
资料来源：公司招股说明书，中航证券研究所

**图20 高温合金产品分领域营收结构**


资料来源：公司招股说明书，中航证券研究所

我国军用航空市场升级换装将有效拉动高温合金需求。受益于“十四五”规划我国新一代航空装备整体列装需求，高温合金在单机用量和整体规模上相较于之前有了较大提升，我国军用航空高温合金的需求有望保持稳健增长。从规模和结构来看，我国距离军事强国美国仍有较大差距，根据《World Air Forces 2022》数据，2021 年我国战斗机总量为 1571 架，虽在战斗机数量方面排名全球第二，但仍然远低于美国的 2740 架，同时美国现役战斗机已经实现了全三代以上，并开始加速列装 F-22、F-35 等四代战机，我国目前仍有近 45% 为二代战机，升级换装需求迫切；我国武装直升机仅为美国的六分之一，教练机仅为美国的七分之一，特种飞机、加油机和运输机数量也远少于美国。**伴随着国防军队现代化建设提速，航空装备换装列装进程加快，对于装备的新增和替代要求不断增加，高温合金需求将被有效拉动；**



**图21 中国军机数量与美国有较大差距**


资料来源：World Air Forces 2022，中航证券研究所

民用航空领域先进适用运输装备加速推广，单通道飞机对高温合金的需求将继续占据主导地位。据《中国商飞公司市场预测年报(2021-2040)》测算，我国航空市场将接收 50 座级以上客机 9084 架，价值约 1.4 万亿美元。其中，50 座级以上涡扇支线客机 953 架，120 座级以上单通道喷气客机 6295 架，250 座级以上双通道喷气客机 1836 架。由于我国航空工业的基础相对薄弱，目前国内的民航客机主要依赖进口，但波音事故造成的困局也为其他飞机制造商发展带来了机遇。单通道飞机方面，国内 C919 大飞机项目顺利推进，根据中国商飞披露，2017 年首飞后目前为止已拿到超千架的国内外订单，虽然相比老牌航空巨头仍有差距，但至少为了后续国产民航客机大批量生产销售奠定了基础。2022 年 5 月 14 日，中国商飞公司即将交付首家用户的首架 C919 大飞机首次飞行试验成功，C919 试飞取证和交付准备工作正在有序推进。同时，CRJ929 远程宽体客机已基本确定总体技术方案，并启动了初步设计工作。支线飞机方面，ARJ21、新舟 600 等型号飞机逐步投入运行。但发动机层面，国产民航客机仍主要使用国外发动机，其中 C919 有望推进国产发动机替代计划（长江-1000 发动机），支线飞机方面国产替代也已提上日程。基于各种假设，我们预计未来 20 年我国民用航空领域高温合金总需求大约为 28 万吨；

**图22 我国民用航空领域高温合金未来 20 年需求预测**

飞机类型	配备发动机	发动机重量(吨)	发动机数量(台/架)	高温合金占比	部件成材率	未来20年交付数量(架)	高温合金需求(吨)
50座支线飞机 (ARJ21、新舟600等)	CF34 - 10A	2.5	2	45%	30%	953	7148
120座单通道飞机 (C919)	LEAP-1C、长江-1000	4.0	2	50%	30%	6295	83933
250座双通道喷气客机 (CRJ929)	长江-2000	6.0	2	50%	30%	1836	36720
换装需求							153361
合计							281162

资料来源：中国商飞，中航证券研究所

高温合金在燃气轮机领域的需求将受益于舰船的建设提速。燃气轮机主要应用于船舶动力和地面发电机组领域，工作环境需要承受高硫燃气和海水盐分的腐蚀，因此设备部件材料必须使用具有耐高温、耐高蠕变强度的高温合金材料。近年来，我国舰船建设突飞猛进，我们预计每年将新增大型舰艇 20 艘左右，中小型舰艇 80 艘左右，动力方面燃气轮机使用比例预计为 75%。伴随舰艇用燃气轮机需求的与日俱增，国产燃气轮机的研发替代也取得了阶段性进展。未来三年，考虑到不同型号舰艇燃气轮机使用数量在 2-4 台，采用平均数 3 台来计算，按照高温合金使用占比 30%，成材率 30%，叠加地面燃气轮机发电机组需求，预计年化燃气轮机高温合金需求在 4000 吨左右；

**图23 燃气轮机领域高温合金需求预测**

使用领域	燃气轮机重量 (吨)	燃气轮机数量 (台/艘)	高温合金占比	部件成材率	每年交付数量 (艘)	国产替代比例	高温合金需求 (吨)
大型舰艇	*	3	30%	30%	*	40%	1260
中小型舰艇	*	3	30%	30%	*	40%	1680
舰艇维护							294
地面燃气轮机							809
合计							<b>4043</b>

资料来源：Wind，中航证券研究所

汽车涡轮增压器的工作温度约为 600°C，因此也是高温合金的应用领域之一。汽车涡轮增压器具有降低噪声、减少有害气体排放、提高功率等优点。根据中国产业信息研究网，目前欧洲等国家涡轮增压器装配率已达 75%，相较之下，我国不及 50%的装配率仍有一定提升的空间。汽车高温合金需求量主要取决于汽车产量的变化、车用涡轮增压器装配率的提升以及发动机排气管等部件对铁基材料的替代。2020 年新冠疫情对国内汽车产销量形成较大扰动，随着疫情有效及时控制，以及相关利好政策的推动，2021 年汽车市场恢复明显。2022 年 3 月至 5 月乘用车产销量受疫情影响有所下滑，但随着 6 月份国家购置税减半政策、地方政府促汽车消费政策的叠加，乘用车市场活力得到充分释放，当月乘用车销量同比结束下降。综合来看，我们预计 2022 年我国全年汽车产量有望实现 3%的同比增速，2023、2024 年汽车市场也有望随疫情影响减弱而保持增长态势。综合计算 2024 年每万辆汽车高温合金需求量将达到 4.2 吨，对应总需求量为 1.20 万吨，2021 至 2024 年高温合金需求 CAGR 为 9.2%；

**图24 国内汽车行业高温合金需求**

年份	汽车产量 (万辆)	同比增速	装配率	高温合金单位需求 (吨/万辆)	高温合金需求 预测(吨)	同比增速
2013	2212	14.8%				
2014	2372	7.3%				
2015	2450	3.3%				
2016	2812	14.5%	36%	2.5	7030	
2017	2902	3.2%	39%	2.7	7858	11.8%
2018	2781	-4.2%	42%	2.9	8111	3.2%
2019	2572	-7.5%	45%	3.1	8038	-0.9%
2020	2523	-2.0%	48%	3.3	8408	4.6%
2021	2608	3.4%	51%	3.5	9237	9.9%
2022E	2686	3.0%	54%	3.8	10074	9.1%
2023E	2772	3.2%	57%	4.0	11090	10.1%
2024E	2861	3.2%	61%	4.2	12017	8.4%

资料来源：中航证券研究所

总体来看，我国高温合金实际产能较小，尤其是高端航空用高温合金有效产能尚不能满足日益增长的市场需求，国内相关企业直接竞争较少，多属于竞合关系，行业生态较为健康。中期来看，有效供给基本来自抚顺特钢、西部超导、图南股份这样成熟企业的产能稳步扩张，未来 2-3 年行业供给端格局不会发生明显变化。需求端，伴随着国防军队现代化建设提速，航空装备和军舰换装列装进程加快，对于装备的新增和替代要求不断增加，目前国内航空航天领域用高温合金严重依赖进口，在内循环经济为主体大背景下，关键材料国产替代是大势所趋。叠加汽车行业需求的稳步增加，高温合金需求端有望保持稳步增长。国内供需关系依然偏紧，高温合金盈利水平将维持高位。

## 三、盈利预测及估值

### 3.1 盈利预测

我们根据公司近年来高温合金、镍基耐蚀合金及合金管材产品的业务开展情况，基于以下主要假设条件进行盈利预测，对公司主要产品的销量及单位数据预测见下表：

- 1) 产销量：公司的各类产品的产销率在近年来一直维持高位，且国内高温合金材料也维持供不应求的状态，假设 2022 至 2024 年公司产品整体产销率维持在 98% 的水平；
- 2) 各类产品销售量：
  - 随着公司产品牌号导入验证及投入生产，高温合金产品未来产能利用率将逐年攀升，我们预计高温合金产品的整体产能利用率在 2022 至 2024 年间将分别达到 60%、75%、95%，产品规模效应有望逐步凸显；
  - 镍基耐蚀合金目前产量仍然较小，我们假设耐蚀合金销量增速与高温合金有一定正相

关关系，但略低于高温合金；

- 合金管材年产能可在 2018 至 2021 年间分别为 10500 吨、9300 吨、8000 吨和 7000 吨，呈下降趋势，我们假设合金管材业务销量维持每年 14% 的匀速收缩态势，营收贡献占比将逐年缩小；
- 3) 各类产品单价：
- 对于高温合金及镍基耐蚀合金，由于 2022 年上半年以电解镍为代表的各类原材料涨幅较大，但自 2022 年六月起大宗商品已开始逐步回落，我们假设公司产品全年均价有望与客户商定后小幅上调；若下半年原料价格趋稳，公司的产品盈利性有望改善；
  - 对于合金管材，我们预计公司将优先收缩附加值相对较低的业务部分，因此产品单价有望逐年小幅提升；
- 4) 产品单吨成本：假设随着高温合金产品的产能投放，公司产线的规模效应有望帮助降本增效，单吨成本增速于 2022 至 2024 年间逐步放缓。
- 5) 随着高温合金产品的导入验证和逐步投产，以及募投项目的持续推进，公司在高温合金行业的市场份额有望稳步提升；公司产品结构的优化和国内高温合金的供需紧平衡状态将维持产品盈利性稳中向好，公司将开启中长期成长的新篇章。

图25 主要产品销量、单位数据预测

	产品分类	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销量(吨)	高温合金	327	571	931	1611	3528	5880	7448
	镍基耐蚀合金	306	232	125	378	711	1103	1279
	合金管材	9235	7983	6307	5440	4678	4023	3460
单价(万元/吨)	高温合金	10.7	19.1	19.8	19.0	20.9	22.0	23.1
	镍基耐蚀合金	7.1	5.2	6.7	8.8	10.6	11.4	12.0
	合金管材	5.6	5.4	5.3	6.6	7.6	8.0	8.4
单吨成本(万元)	高温合金	7.4	13.3	14.1	13.4	14.3	14.8	15.1
	镍基耐蚀合金	5.9	3.9	5.3	7.3	8.6	8.9	9.1
	合金管材	5.1	5.0	4.7	5.9	6.7	7.0	7.3
单吨毛利(万元)	高温合金	3.3	5.8	5.7	5.6	6.6	7.2	8.0
	镍基耐蚀合金	1.2	1.3	1.4	1.5	2.0	2.6	3.0
	合金管材	0.4	0.4	0.6	0.7	0.9	1.0	1.1

资料来源：中航证券研究所

## 3.2 投资建议

公司作为合金材料行业的佼佼者，凭借扎实的生产工艺技术及强大的研发实力而顺利切入具有高附加值的高温合金产品领域，募投项目的推进有望助力公司提升各类高温合金产品的产能，未来其在高温合金行业将有望具备更强的综合竞争力。未来更多高温合金新牌号的过验和投产、产品结构优化带来的盈利性提升以及扩产后产能的逐步释放将成为公司业绩释放的核心推动力。鉴于国内高温合金产品的供需关系依然偏紧，中期内基本无需担忧行业供给端过于宽松的现象，因此高温合金产品的盈利水平有望维持高位，公司作为行业内的后起之秀将充分受益。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 12.0/17.7/22.0 亿元，同比增长 65.1%/47.8%/24.0%，实现归母净利润分别为



1.67/3.12/4.45 亿元, 同比增长 137%/87%/43%, 对应 PE 57.9/30.9/21.7。首次覆盖, 给予“持有”评级。

图26 盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	540	726	1,198	1,771	2,197
增速 (%)	-4.61%	34.49%	65.13%	47.79%	24.04%
归母净利润 (百万元)	35	70	167	312	445
增速 (%)	255.45%	102.09%	137.29%	87.29%	42.67%
每股收益 (元)	0.14	0.28	0.67	1.26	1.80
市盈率 (倍)	277.69	137.41	57.91	30.92	21.67

资料来源: 中航证券研究所

相对估值方面, 我们选取高温合金领域的相关公司来进行比较。根据我们的测算, 隆达股份 2023 年市盈率为 30.9X, 与抚顺特钢等高温合金相关企业的估值水平较为接近, 略低于下表中所选的四家企业的估值平均值 (36.2X)。考虑到公司的高温合金产品仍处于产能爬坡阶段, 未来业务发展潜力较大, 相比于绝大部分同业竞争对手, 目前公司估值水平合理。

图27 同业估值比较

所处领域	证券代码	证券名称	收盘价	总市值 (亿元)	PE (TTM) (2021)	PEG (2021)	归母净利润 (百万元)			PE			PB (MRQ)
							2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
高温合金	600399.SH	抚顺特钢	19.5	384.6	55.3	2.67	908	1,303	1,692	42.4	29.5	22.7	6.47
	300034.SZ	钢研高纳	44.8	217.8	70.2	1.50	412	562	761	52.9	38.7	28.6	7.48
	300855.SZ	图南股份	45.7	137.9	74.3	1.90	237	321	410	58.2	42.9	33.6	10.82
	688122.SH	西部超导	98.8	458.6	55.4	1.32	999	1,363	1,759	45.9	33.6	26.1	8.22
	平均值						1.85			49.8	36.2	27.8	8.25

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

### 3.3 风险提示

- **原材料价格抬升风险:** 高温合金产品的原料包括铁、钴、镍等金属材料, 原材料价格上涨会在一定程度上侵蚀产品利润;
- **产品牌号验证进度不及预期:** 公司部分高温合金产品经锻造或铸造后用于国产大飞机发动机、民用重型燃机的部件。该等装备尚在研制或试商用过程中, 公司产品将随该等装备研制进展持续验证, 涉及的牌号十余个, 需留意高温合金产品牌号向特定客户的导入进展较慢或结果不及预期风险;
- **募投项目及投产进度不及预期:** 公司 IPO 项目计划新增年产 1 万吨航空级高温合金, 项目建设期为 3 年, 在募投项目实施过程中, 若相关因素发生较大变化, 导致募投项



- 目无法顺利实施或产能未及时消化，需留意项目投产进度不及预期风险；
- 下游需求增长及国产替代进程不及预期：公司的高温合金产品下游领域包括航空航天、燃气轮机和汽车涡轮市场，需留意下游领域需求及国产替代进程不及预期风险；
  - 新冠疫情反复风险：需留意新冠疫情对下游需求的影响。

**图28 财务数据预测（百万元）**

资产负债表						利润表							
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	68.58	96.68	89.41	2336.90	2425.66	2692.54	营业收入	565.72	539.66	725.78	1198.46	1771.19	2196.91
应收票据及账款	145.71	170.00	235.33	377.60	553.19	680.14	营业成本	494.78	442.47	581.59	900.55	1268.15	1511.73
预付账款	3.50	2.24	6.69	9.85	14.56	18.06	营业税金及附加	1.69	2.08	1.70	2.64	3.72	4.39
其他应收款	158.28	1.84	1.32	3.28	4.85	6.02	销售费用	13.88	9.78	15.50	26.37	38.08	46.14
存货	97.12	121.98	231.57	0.00	0.00	0.00	管理费用	46.72	34.87	28.62	43.14	56.68	65.91
其他流动资产	24.62	28.32	19.57	0.20	0.20	0.20	研发费用	34.85	35.32	52.67	87.49	129.30	160.37
<b>流动资产总计</b>	<b>497.81</b>	<b>421.06</b>	<b>583.89</b>	<b>2727.83</b>	<b>2998.46</b>	<b>3396.95</b>	财务费用	12.20	8.14	9.66	4.14	-6.57	-7.20
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-0.37	-0.46	-0.56	-0.96	-1.42	-1.76
固定资产	117.24	249.32	444.61	556.99	706.52	809.04	信用减值损失	2.52	-0.58	-4.11	-5.99	-8.86	-10.98
在建工程	182.03	166.56	65.85	150.00	150.00	150.00	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	13.87	13.55	13.77	6.89	0.00	0.00	投资收益	0.30	-0.97	-0.47	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	4.33	4.07	7.50	3.75	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.16	0.10	0.00	0.10	0.10	0.10
其他非流动资产	11.44	16.52	23.36	25.00	28.00	32.00	资产处置收益	-1.36	-0.33	0.30	0.20	0.20	0.20
<b>非流动资产合计</b>	<b>328.91</b>	<b>450.02</b>	<b>555.09</b>	<b>742.62</b>	<b>884.52</b>	<b>991.04</b>	其他收益	13.87	29.55	34.45	41.00	52.00	63.00
<b>资产总计</b>	<b>826.72</b>	<b>871.08</b>	<b>1138.98</b>	<b>3470.45</b>	<b>3882.98</b>	<b>4388.00</b>	营业利润	-23.29	34.29	65.64	168.49	323.86	466.13
短期借款	300.58	170.67	304.46	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.69	5.99	10.41	10.50	10.50	10.50
应付票据及账款	79.19	111.86	132.32	192.45	260.58	294.06	营业外支出	1.67	0.53	1.05	1.00	1.00	1.00
其他流动负债	83.46	47.47	64.64	58.87	85.24	104.59	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>463.23</b>	<b>330.00</b>	<b>501.42</b>	<b>251.31</b>	<b>345.82</b>	<b>398.65</b>	利润总额	-24.27	39.75	75.00	177.99	333.36	475.63
长期借款	0.00	15.02	36.10	36.10	36.10	36.10	所得税	-1.92	5.01	4.79	11.39	21.34	30.44
其他非流动负债	84.05	94.97	97.82	101.00	107.00	114.00	净利润	-22.35	34.74	70.21	166.60	312.03	445.19
<b>非流动负债合计</b>	<b>84.05</b>	<b>110.00</b>	<b>133.91</b>	<b>137.10</b>	<b>143.10</b>	<b>150.10</b>	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	<b>547.28</b>	<b>439.99</b>	<b>635.33</b>	<b>388.41</b>	<b>488.91</b>	<b>548.75</b>	归属母公司股东净产	-22.35	34.74	70.21	166.60	312.03	445.19
股本	142.20	185.14	185.14	246.86	246.86	246.86	EBITDA	1.29	61.29	113.92	296.23	487.90	665.90
资本公积	269.52	231.49	234.07	2584.15	2584.15	2584.15	NOPLAT	-8.94	37.28	70.21	161.30	296.70	429.28
留存收益	-132.28	14.46	84.43	251.03	563.06	1008.24	EPS(元)	-0.09	0.14	0.28	0.67	1.26	1.80
归属母公司权益	279.44	431.09	503.64	3082.04	3394.07	3839.25							
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00							
<b>股东权益合计</b>	<b>279.44</b>	<b>431.09</b>	<b>503.64</b>	<b>3082.04</b>	<b>3394.07</b>	<b>3839.25</b>							
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>826.72</b>	<b>871.08</b>	<b>1138.98</b>	<b>3470.45</b>	<b>3882.98</b>	<b>4388.00</b>							
<b>现金流量表</b>						<b>主要财务比率</b>							
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	-22.35	34.74	70.21	119.05	254.18	377.05	营收增长率	-2.81%	-4.61%	34.49%	65.13%	47.79%	24.04%
折旧与摊销	13.36	13.41	29.26	114.11	161.11	197.47	营业利润增长率	-128.44%			156.71%	79.43%	43.34%
财务费用	12.20	8.14	9.66	4.14	-6.57	-7.20	EBIT增长率	-56498.85%	496.66%	76.80%	115.13%	64.70%	36.48%
投资损失	-0.30	0.97	0.47	0.00	0.00	0.00	EBITDA增长率	-89.51%	4647.36%	85.87%	160.03%	87.29%	42.67%
营运资金变动	64.57	-46.85	-125.90	158.10	-87.37	-78.78	归母净利润增长率	-5.70%	255.45%	102.09%	137.29%	87.29%	42.67%
其他经营现金流	21.20	12.33	4.46	0.00	0.00	-0.00	经营现金流增长率	140.05%	-289.92%	-292.07%	102.99%	-23.04%	34.22%
<b>经营性现金净流量</b>	<b>88.68</b>	<b>22.74</b>	<b>-11.84</b>	<b>395.39</b>	<b>321.35</b>	<b>488.54</b>							
资本支出	85.45	112.06	151.09	296.82	294.00	293.00	<b>盈利能力</b>						
长期投资	0.00	0.00	-0.02	0.00	0.00	0.00	毛利率	12.54%	18.01%	19.87%	24.86%	28.40%	31.19%
其他投资现金流	-225.45	-64.57	-304.52	-547.92	-533.16	-521.86	净利率	-3.95%	6.44%	9.67%	13.90%	17.62%	20.26%
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-140.00</b>	<b>47.50</b>	<b>-153.44</b>	<b>-251.10</b>	<b>-239.16</b>	<b>-228.86</b>	营业利润率	-4.12%	6.35%	9.04%	14.06%	18.29%	21.22%
短期借款	-12.57	-129.91	133.79	-304.46	0.00	0.00	ROE	-8.00%	8.06%	13.94%	5.41%	9.19%	11.60%
长期借款	0.00	15.02	21.08	0.00	0.00	0.00	ROA	-2.70%	3.99%	6.16%	4.80%	8.04%	10.15%
普通股增加	8.84	42.94	0.00	61.71	0.00	0.00	ROIC	-1.84%	6.57%	12.24%	19.50%	32.93%	36.34%
资本公积增加	63.43	-38.02	2.58	2350.08	0.00	0.00	<b>估值倍数</b>						
其他筹资现金流	32.47	77.18	-2.10	-4.14	6.57	7.20	P/E	-431.68	277.69	137.41	57.91	30.92	21.67
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>92.17</b>	<b>-32.79</b>	<b>155.35</b>	<b>2103.20</b>	<b>6.57</b>	<b>7.20</b>	P/S	17.05	17.88	13.29	8.05	5.45	4.39
<b>现金流量净额</b>	<b>39.72</b>	<b>37.37</b>	<b>-10.17</b>	<b>2247.49</b>	<b>88.76</b>	<b>266.88</b>	P/B	34.52	22.38	19.15	3.13	2.84	2.51
							股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
							EV/EBIT	-484.17	154.07	89.29	40.99	22.75	15.39
							EV/EBITDA	4527.28	120.38	66.35	25.20	15.24	10.83
							EV/NOPLAT	-653.44	197.89	107.67	46.29	25.06	16.80

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:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业全覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@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。

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