

隆达股份 (688231)

高温合金后起之秀，规模后来居上

买入 (首次)

2022年09月09日

证券分析师 杨件

执业证书: S0600520050001

yangjian@dwzq.com.cn

研究助理 王钦扬

执业证书: S0600121040010

wangqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	726	1,371	1,796	2,140
同比	34%	89%	31%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	70	185	332	477
同比	102%	164%	79%	44%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.28	0.75	1.35	1.93
P/E (现价&最新股本摊薄)	149.43	56.63	31.59	22.01

投资要点

- 高温合金后起之秀。**隆达股份从铜基合金管材起家，2015年战略部署两机领域核心材料高温合金，先后建成铸造、变形高温合金产线，2022年上半年形成6000吨产能，预计2025年达8000吨。公司产能扩张速度快，产品性能突出，是行业后起之秀。2022年科创板上市，融资将用于继续建设高温合金产能，预计2028年总产能达1.8万吨。公司高温合金业务保持快速发展，2022年上半年毛利占比高达65.0%，已成为公司业绩增长引擎。
- 高温合金：“两机”关键材料，长期供不应求。**凭借耐高温的特性，高温合金成为军机、民航、发电等领域热端部件核心材料。我们预测十四五期间，军机航发应用受战机维修、扩编、换装影响，高温合金用量最大，复合增速14.3%；民用航发用量将随国产民航发动机市场渗透率快速提升，复合增速达143.9%；国内总体用量稳定增长，复合增速10.3%。国内高温合金供应商受行业工艺、资金的高壁垒，以及达产周期、客户验证周期长的拖累，产能规模难以满足国内用量需求，预计2025年国内高温合金需求缺口达2.2万吨，国产材料自给率为57.7%，行业供不应求局面将维持很长一段时间。
- 行业潜在龙头，规模、技术双优。**乘着国内高温合金行业景气东风，隆达股份快速扩产，定位高端航发应用，2022年IPO上市募集8.55亿元用于新建高品质航空级高温合金产能，跻身国内产能第一梯队，收入规模增长潜力较大。公司技术团队由曾效力宝钢特钢、沈阳黎明等国内顶尖高温合金专家组成，实现正三联变形合金冶炼工艺贯通投产，部分单晶合金进入军机航发客户验证，突出的产品性能使得公司能够切入高毛利的军备材料市场，目前具备26个可供军品的牌号，订单上量后公司综合毛利将显著提升。
- 盈利预测与投资评级：**考虑公司高温合金产能扩张速度快，高毛利产品占比增长，我们预计公司2022-2024年收入分别为13.7/18.0/21.4亿元，同比增长89%/31%/19%，归母净利润分别为1.9/3.3/4.8亿元，同比增长164%/79%/44%，对应PE分别为57/32/22x。选取同处高温合金行业的上市公司进行对比，公司PE显著低于可比公司；考虑公司成长性较高，估值较低，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**成本波动风险；材料研发进度不及预期；下游客户开拓不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.50
一年最低/最高价	34.11/46.98
市净率(倍)	14.15
流通 A 股市值(百万元)	2,150.07
总市值(百万元)	10,491.43

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.00
资产负债率(% ,LF)	62.20
总股本(百万股)	246.86
流通 A 股(百万股)	50.59

相关研究

内容目录

1. 隆达股份：高温合金后起之秀	5
1.1. 从合金管材到高端航发材料	5
1.2. 股权结构稳定，激励到位	6
1.3. 高温合金成为业绩增长点	8
2. 高温合金：“两机”关键材料，长期供不应求	9
2.1. 高温合金：“两机”关键材料	9
2.2. 冶炼工艺难度高	10
2.3. 需求端：航空航天应用驱动需求稳步上升	12
2.3.1. 军机航发：用量最大，十四五期间复合增速为 14.3%	13
2.3.2. 民用航发：用量少但增速最高，十四五期间复合增速为 143.9%	14
2.3.3. 发电设备：需求平稳增长，十四五期间复合增速约 7.2%	15
2.3.4. 国内高温合金用量逐步增长，十四五期间复合增速 10.3%	16
2.4. 供给端：行业壁垒高，国内扩产缓慢	17
2.5. 国内供不应求局面将持续	19
3. 行业潜在龙头，规模、技术双优	19
3.1. 上市融资建产能，规模后来居上	20
3.2. 汇集顶尖专家，技术领先同行	21
3.3. 产品性能突出，锁定优质客户	23
3.4. 军品上量，盈利水平提升	24
3.5. 合金管材业务收缩，产品结构优化	25
4. 盈利预测、估值及投资建议	25
5. 风险提示	27

图表目录

图 1:	隆达股份发展历程.....	5
图 2:	从合金管材到高温合金及耐蚀合金.....	5
图 3:	公司高温合金下游客户多为军机、民航、发电设备行业龙头.....	6
图 4:	实控人合计持股 48.7%，决策力强（截至 2022 年 7 月 15 日）.....	6
图 5:	2022H1 营收同比增长 51.3%.....	8
图 6:	2022H1 归母净利润同比增长 192.0%.....	8
图 7:	2022H1 高温合金毛利率为 27.9%.....	8
图 8:	高温合金产量和销量复合增速达 67.6%和 70.2%.....	8
图 9:	2022H1 高温合金毛利润同比增长 121.0%.....	9
图 10:	2022H1 高温合金毛利占比达 65%.....	9
图 11:	高温合金在航空发动机中用量达 50%-60%.....	10
图 12:	国内变形高温合金三联冶炼工艺产业化规模仍需提升.....	11
图 13:	铸造高温合金熔炼温度梯度控制难度极高.....	11
图 14:	高温合金下游应用中，航空航天占比最高.....	12
图 15:	国内高温合金市场规模稳步上升.....	12
图 16:	2021 年我国军机保有量为 3285 台.....	13
图 17:	我国现役歼击机落后美国一代.....	13
图 18:	中国航发商发顺利研制出 CJ-1000A 民航发动机.....	14
图 19:	高温合金用于燃气发电的燃气轮机.....	15
图 20:	高温合金用于核电站建设.....	15
图 21:	国内主要企业高温合金产量（吨）.....	19
图 22:	国内高温合金供应商产能扩建预测（吨）.....	20
图 23:	抚顺特钢变形合金毛利率远超同行.....	24
图 24:	2021 年隆达股份军品收入占比仅为 4%.....	24
图 25:	2022H1 合金管材毛利同比减 14.9%.....	25
图 26:	合金管材销量逐年递减.....	25
表 1:	公司高管及核心技术人员股权激励情况（截至 2022 年 9 月 8 日）.....	7
表 2:	高温合金按工艺路线可分为变形、铸造和新型高温合金.....	10
表 3:	2025 年我国军机航发高温合金需求量将达 1.9 万吨，十四五期间复合增速 14.3%.....	14
表 4:	2025 年我国民用航发高温合金需求量将达 1260 吨，十四五期间复合增速 143.9%.....	15
表 5:	2025 年我国发电机组高温合金需求量将超 1 万吨，十四五期间复合增速 7.2%.....	16
表 6:	预测 2021-2025 年国内高温合金需求量复合增速为 10.3%.....	17
表 7:	高温合金行业的高壁垒体现在工艺落后、资金密集、达产期长、产品周期长等方面.....	18
表 8:	2021 年国内主要高温合金生产企业产能、产量及扩产计划统计.....	18
表 9:	2021-2025 年国内高温合金需求缺口将继续扩大.....	19
表 10:	公司 IPO 融资将主要用于高温合金扩产技改项目.....	20
表 11:	新建年产 1 万吨航空机高温合金技改项目实施方案.....	20
表 12:	公司高温合金核心技术团队汇集国内顶尖专家.....	21
表 13:	公司参与多项国家级重大科技项目.....	22
表 14:	公司 DD4**单晶合金高温耐久远胜竞品（客户为中国航发商发）.....	23

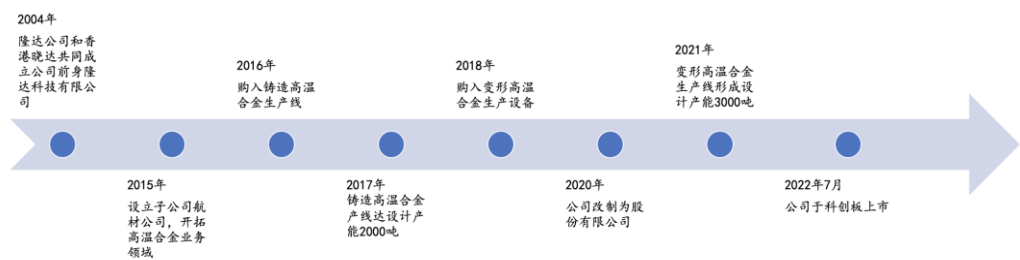
表 15:	公司 DD4**单晶合金力学性能优于竞品（客户为中国航发商发）	23
表 16:	公司 GH4169 产品高温下力学性能优于国内外竞品	24
表 17:	公司应用于军用航空航天的高温合金牌号	25
表 18:	分业务盈利预测	26
表 19:	可比公司估值（2022 年 9 月 8 日更新）	27

1. 隆达股份：高温合金后起之秀

1.1. 从合金管材到高端航发材料

隆达股份，全称江苏隆达超合金股份有限公司，成立于 2004 年，位于江苏无锡。公司前身是陆港合资公司隆达有限，2020 年改制为股份有限公司，2022 年 7 月于上交所科创板上市。公司从合金管材起家，2009 年起涉足镍基耐蚀合金业务，2015 年设立子公司江苏隆达超合金航材有限公司（简称：航材公司），战略重心锚定高品质航空级高温合金，业务迅速发展并取得丰硕成果，2021 年航材公司被选为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，获评 2021 年度江苏省专精特新小巨人企业，截至 2022 年上半年，公司已经形成 6000 吨高温合金产能，是行业的后起之秀。

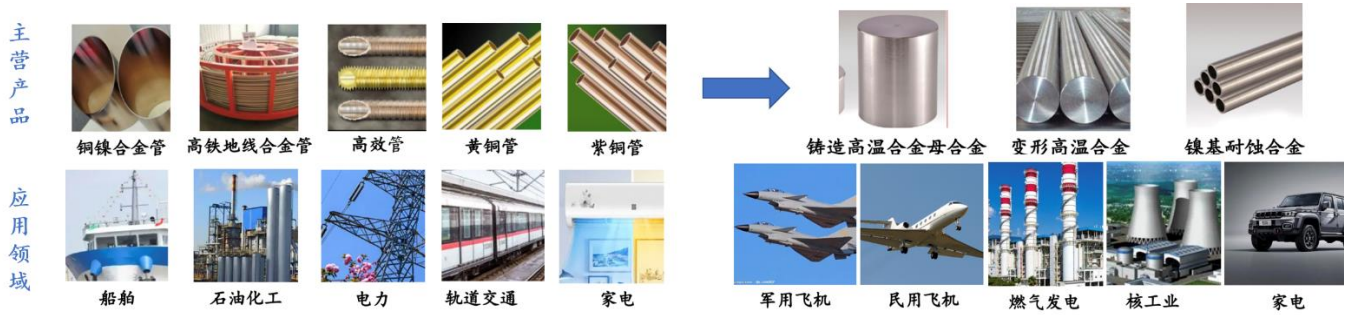
图1：隆达股份发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

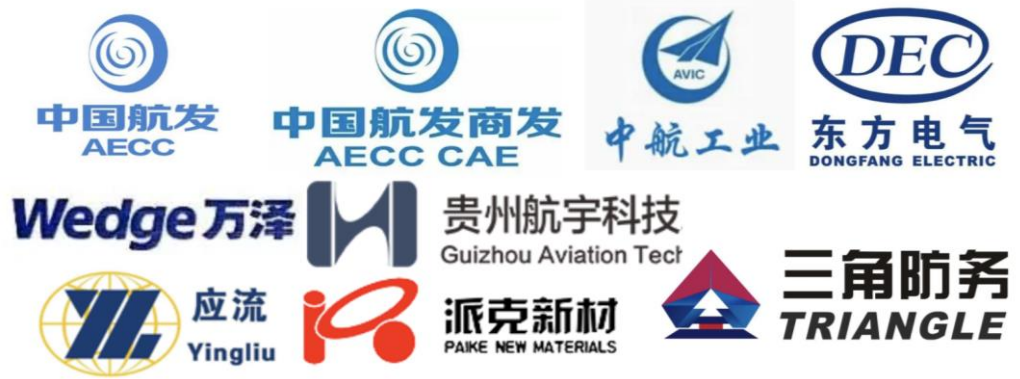
公司专注合金及高温合金的研发与生产，合金管材业务保持稳步发展，主要应用于船舶、石油化工等下游，还生产少量镍基耐蚀合金；2015 年以来，公司瞄准高端航发材料市场，加速推进高温合金项目进展，目前产品已经覆盖铸造母合金及变形合金，客户包括中国航发、中国航发商发、东方电气等军机、民航、发电设备制造领域龙头企业。

图2：从合金管材到高温合金及耐蚀合金



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：公司高温合金下游客户多为军机、民航、发电设备行业龙头

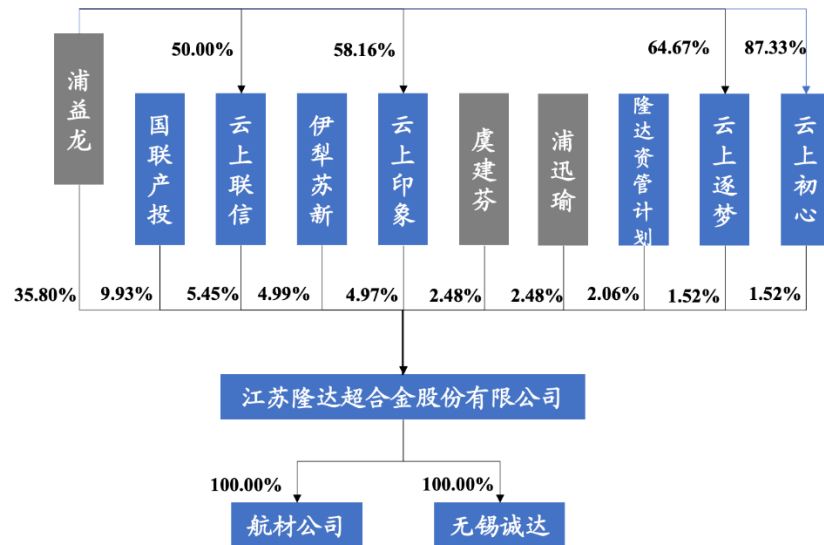


数据来源：公司公告，各公司官网，东吴证券研究所

1.2. 股权结构稳定，激励到位

公司实际控制人为浦益龙及其妻女虞建芬、浦迅渝，三人合计控股 48.7%，股权集中，决策力强。浦益龙系公司创办人，直接持股 35.8%，并通过云上联信、云上印象等间接持股 7.9%，合计持股 43.7%。

图4：实控人合计持股 48.7%，决策力强（截至 2022 年 7 月 15 日）



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

公司在 2017 年通过云上印象员工持股平台，2019 年通过云上逐梦和云上初心员工持股平台，实施股权激励，将高级管理人员及核心技术人员等骨干员工的个人利益与公司深度绑定，为公司持续发展注入能量。

表1: 公司高管及核心技术人员股权激励情况（截至 2022 年 9 月 8 日）

姓名	职位	2017 年股权激励		2019 年股权激励		间接持有公司股份比例*
		在云上印象持股比例	在云上逐梦持股比例	在云上初心持股比例	在云上初心持股比例	
浦益龙	董事长，总经理	3.85%	1.31%	1.77%		6.93%
马列东	副总经理	5.10%				0.34%
浦燕	副总经理，财务总监	5.10%				0.34%
王世普	副总经理，变形超合金事业部总经理	4.08%				0.27%
周向东	副总经理，合金管材事业部总经理	4.08%				0.27%
顾振	副总经理	4.08%				0.27%
赵长虹	监事，副总工程师	2.04%				0.14%
王博	航材公司工程师，创新中心（研究院）技术研发部部长		2.67%			0.05%
李亚峰	航材公司项目开发工程师		2.67%			0.05%
吕斌	副总经理，董事会秘书			2.67%		0.05%
刘钢	监事会主席		2.00%			0.04%

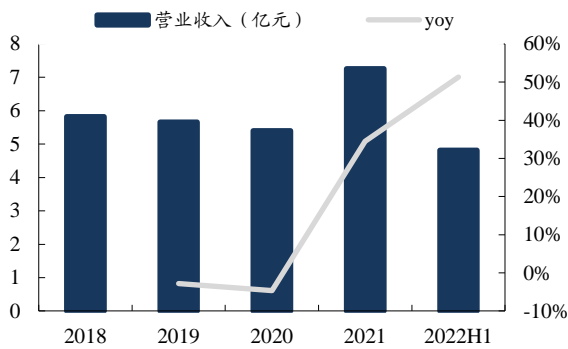
*仅统计通过遇上印象、云上逐梦、云上初心的间接持有隆达股份的比例

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 高温合金成为业绩增长点

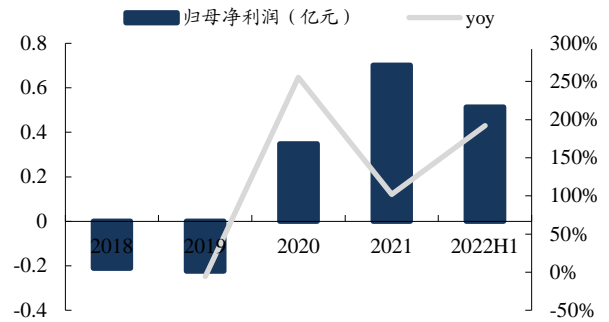
随着高温合金业务规模的迅速扩张，公司业绩显著增长。2021 年公司实现营业收入 7.3 亿元，同比增长 34.5%；归母净利润达 0.7 亿元，同比增长 102.1%。2022 年上半年公司实现收入 4.8 亿元，同比增长 51.3%；归母净利润达 0.5 亿元，同比增长 192.0%。由于 2021 年以前，公司高温合金产线建设资金投入大，加之 2019 年实施股权激励，股份支出较大，所以 2017 年及 2018 年未能实现盈利，2021 年高温合金批产，利润规模快速扩大。

图5：2022H1 营收同比增长 51.3%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：2022H1 归母净利润同比增长 192.0%

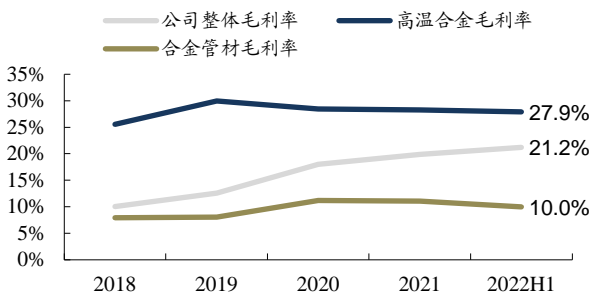


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

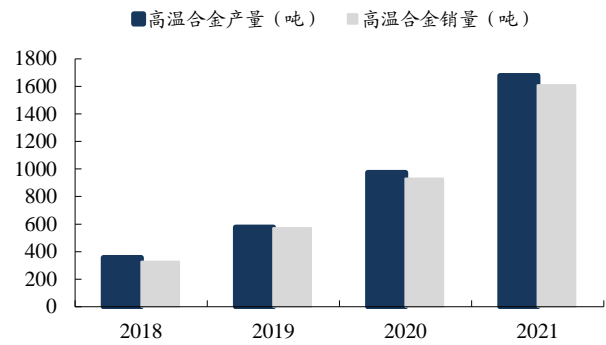
高温合金产品附加值高，2022 年上半年毛利率为 27.9%，远高于合金管材，是公司着力发展的业绩增长引擎。随着铸造、变形高温合金产线相继建成，公司高温合金业务迅速崛起，销量从 2018 年的 326.8 吨提升至 2021 年的 1610.7 吨，复合增速高达 70.2%，销售收入从 2018 年的 0.6 亿元提升至 2021 年的 3.4 亿元，符合增速达 81.4%，毛利占比从 2018 年的 24.9% 提升至 2021 年上半年的 65.0%，公司综合毛利率也从 10.0% 提升至 21.2%。未来公司将继续深耕高温合金领域，优化产品结构，盈利能力也将继续提升。

图7：2022H1 高温合金毛利率为 27.9%

图8：高温合金产量和销量复合增速达 67.6%和 70.2%



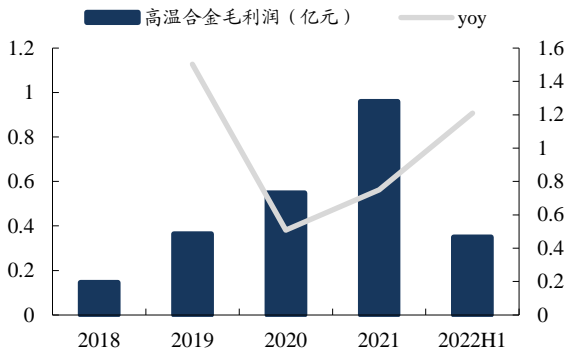
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



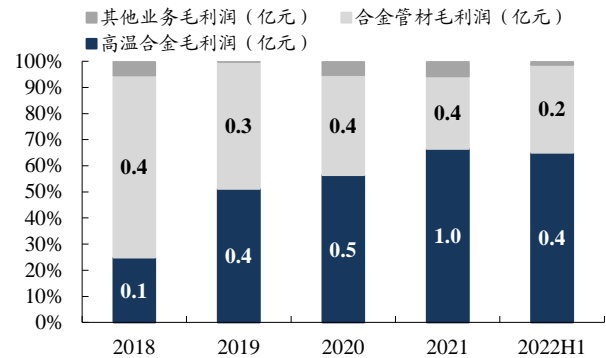
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：2022H1 高温合金毛利润同比增长 121.0%

图10：2022H1 高温合金毛利占比达 65%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

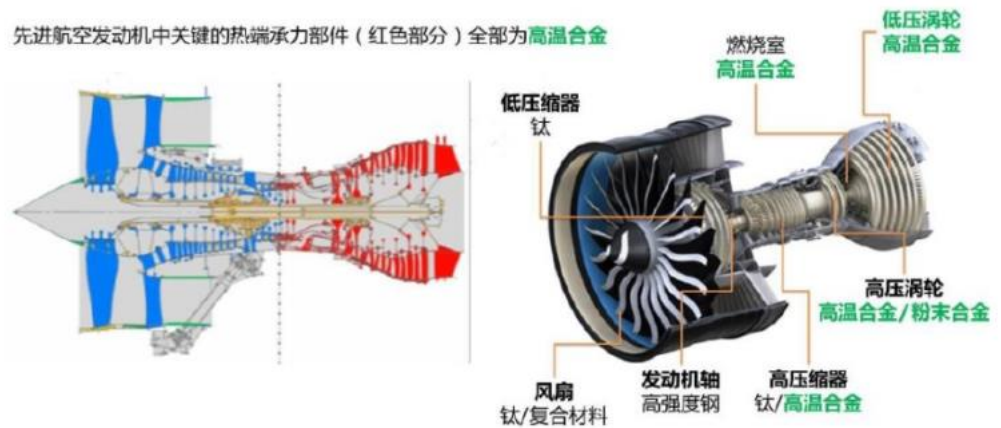
2. 高温合金：“两机”关键材料，长期供不应求

2.1. 高温合金：“两机”关键材料

高温合金，又称超合金，是指以铁、镍、钴为基体元素，能在 600℃以上的高温环境下抗氧化或耐腐蚀，并能在一定应力作用下长期工作的一类金属材料，具有良好的蠕变性能、疲劳性能、断裂韧性、组织稳定性、工艺性能等。

基于以上特点，高温合金是航空航天、石油化工、燃气发电、汽车等制造行业的关键材料，用于“两机”领域热端部件制造，即航空发动机和燃气轮机中的涡轮叶片、涡轮盘、燃烧室、压气机盘、机匣、环形件、尾喷管及紧固件等需要在高温下工作的部件。由于高温合金在航空发动机中的用量占比达 50%-60%，所以被誉为“空天基石”、“材料超星”，其制造技术直接决定一个国家的国防力量和工业水平。

图11: 高温合金在航空发动机中用量达 50%-60%



数据来源: 新材料在线, 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 冶炼工艺难度高

高温合金按工艺路线可分为变形高温合金、铸造高温合金和新型高温合金。变形高温合金下游应用最为广泛, 占比达 70%; 铸造高温合金按结晶方式可以分为等轴晶、定向凝固柱晶和单晶合金, 其中定向凝固柱晶合金及单晶合金, 在强应力下耐久度更好, 不容易断裂, 所以被用于制造高转速的先进发动机涡轮叶片, 定向凝固及单晶合金的铸造技术也代表着高温合金冶炼的技术前沿。

表2: 高温合金按工艺路线可分为变形、铸造和新型高温合金

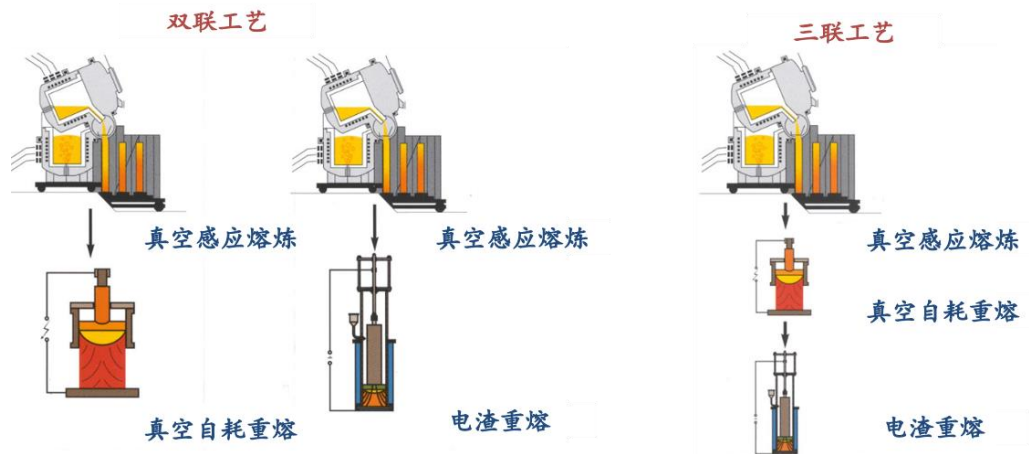
工艺结构	结晶方式	简介	国内牌号	用于发动机部件	工作温度(°C)
变形高温合金		指可以进行热、冷变形加工, 具有良好的力学性能和综合的强、韧性指标, 具有较高的抗氧化、抗腐蚀性能的一类合金	GH	涡轮盘、压气机盘、涡轮叶片、导向叶片、燃烧室、火焰筒、机匣等	-253 - 1320
铸造高温合金	等轴晶铸造高温合金	在很大的范围温度内具有良好的综合性能, 特别是在低温下能保持强度和塑性均不下降	K	扩压器机匣、航天发动机中各种泵用复杂结构	-253 - 650
	定向凝固柱晶高温合金	在高温下具有较高的力学性能及抗热腐蚀性能	DZ	涡轮叶片、导向叶片、整铸涡轮	650 - 950
	单晶高温合金	在高温下具有良好的的综合性能和抗氧化、抗热腐蚀性能	DD	新型发动机涡轮叶片, 代表先进技术水平	950 - 1100
新型高温合金		将高温合金雾化成粉末, 再经热等静压成型或热等静压加锻压成型, 生产出的高温	FGH	粉末涡轮盘	1100 以上

合金

数据来源：中国金属学会高温材料分会，东吴证券研究所

变形高温合金是通过热、冷轧制成型。目前国内大多生产企业采用二联工艺，即“真空感应熔炼+真空自耗重熔”或“真空感应熔炼+电渣重熔”，预计“十四五”期间，我国正三联工艺产业化程度将提升。20世纪90年代，国外开发“真空感应+真空自耗+电渣重熔”的正三联变形合金冶炼工艺，美国通用电气（GE）、美国惠普、英国罗罗等外国航发制造企业已经认证，熔炼工艺是变形高温合金零部件长寿命、高可靠性的基础，三联冶炼工艺除杂效果更好，用于涡轮发动机的变形高温合金转动部件必须通过三联熔炼工艺制备。

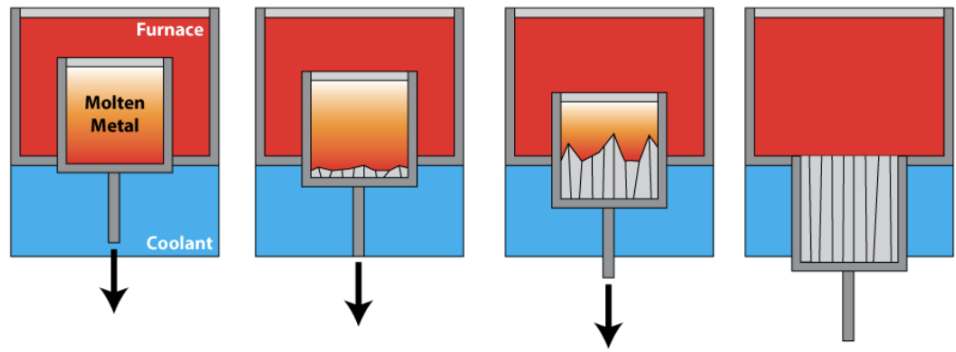
图12：国内变形高温合金三联冶炼工艺产业化规模仍需提升



数据来源：卓依有限《高温合金棒材的加工》，东吴证券研究所

铸造高温合金通过再熔模铸造等工艺凝固成型，熔炼温度梯度把控直接影响材料结晶方式和晶界的方向，熔炼过程控制难度极高。晶界指结构相同而取向不同晶粒之间的界面，在高转速航空发动机中，涡轮叶片在极强的离心力下，容易随横向晶界断裂。定向柱晶通过控制温度梯度消除材料横向晶界，单晶合金则消除所有晶界，因此被用于制造先进高转速航发涡轮叶片。此外，铸造合金由于不需要兼顾变形加工性能，所以成分范围更广，而且铸造工艺更适合制造结构复杂的零件。

图13：铸造高温合金熔炼温度梯度控制难度极高

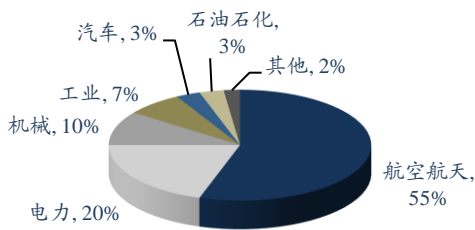


数据来源：PIM International，东吴证券研究所

2.3. 需求端：航空航天应用驱动需求稳步上升

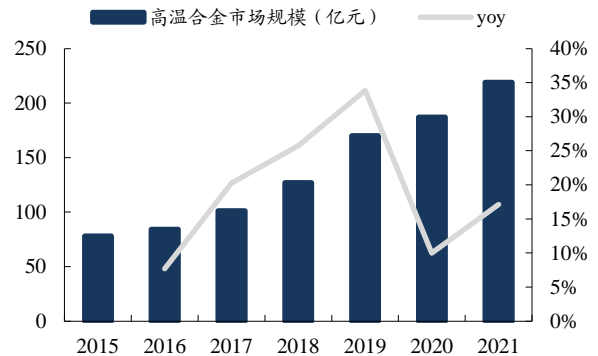
凭借其耐高温的特性，高温合金在“两机”制造行业备受瞩目，其中航空航天是高温合金最主要的应用场景，占比达 55%；电力设备、机械、工业、汽车、石油化工等领域也都有采用高温合金。随着高温合金下游应用的发展，国内市场规模逐步扩大，2021 年国内高温合金市场规模达到 219 亿元，2015-2021 年复合增长率为 18.8%。

图14：高温合金下游应用中，航空航天占比最高



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

图15：国内高温合金市场规模稳步上升



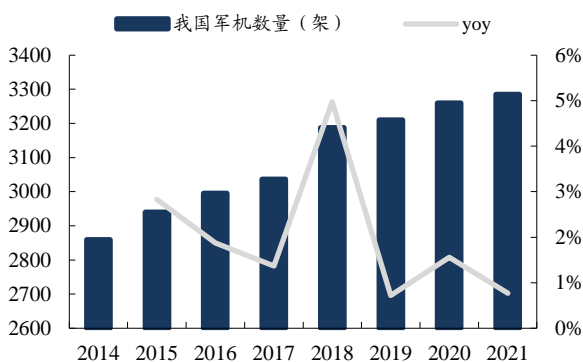
数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

根据下游应用的发展情况，我们预测未来三年国内高温合金需求量将继续稳定攀升，2021-2025 年复合增速达 10.3%。其中，军机航发制造高温合金用量最大，占总需求的 29.9%-36.1%，复合增速达 14.3%；民用航发用量少但是增长速度最快，复合增速达 143.9%。

2.3.1. 军机航发：用量最大，十四五期间复合增速为 14.3%

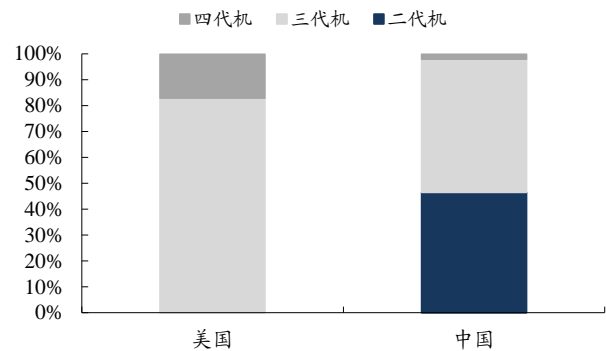
近年来，国际冲突时常发生，我国也面临这台海形势紧张等问题，所以我国需要继续提升军事实力以维持国内关系稳定，巩固国际地位。然而，我国解放军空中作战能力与美国还有较大的差距，据 Air Force 2022 统计，我国 2021 年军机保有量为 3285 架，远低于美军的 13247 架；FlightGlobal 披露，我国二代战机占比仍高达 47%，而美国二代战机已全部替换为三、四代战机。因此，“十四五”规划表明我国将加快空军建设步伐，推进战机扩编及先进战机列装。

图16：2021年我国军机保有量为3285台



数据来源：Air Force 2022，东吴证券研究所

图17：我国现役歼击机落后美国一代



数据来源：FlightGlobal，东吴证券研究所

根据以下假设，我们推测 2025 年我国军机航发高温合金用量将达到 1.9 万吨，2021-2025 年复合增速为 14.3%：

- 1) **军机航发高温合金用量为 3 吨/台**：根据 Air Force 2022 披露，我国现役歼击机主力为三代战机歼-11，装备数量为 315 台，占空军歼击机总量的 23.2%。歼-11 搭载两台涡扇-10 发动机，每台涡扇-10 发动机重 1.7 吨，其中高温合金重量占比为 50%，航发部件成材率为 30%，则每台涡扇-10 发动机高温合金用量约为 3 吨。
- 2) **十四五期间战机换装需求为 1800 架**：据 Air Force 2022 的数据，目前国内服役的二代战机歼-7、歼-8 数量仍然很多，约为 1800 架，“十四五”规划明确了要在 2025 年底前，完成三、四代战机对二代战机的替换。
- 3) **我国战机扩编速度约为每年 10%**：Air Force 2022 预测我国空军预算增速将快速增长，达到每年 10%，我们推测我国军机数量增速与之相近。
- 4) **军机发动机寿命为 2 年**：三金武器披露，涡扇-10 发动机工作寿命为 3000 小时考虑军机在平时演习训练中损耗较大，假设军机航发 2 年一换。

表3: 2025年我国军机航发高温合金需求量将达1.9万吨,十四五期间复合增速14.3%

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
换装航发需求(台)	648	678	716	764	794
扩编航发需求(台)	140	576	872	1098	1331
维护航发需求(台)	2891	2946	3215	3627	4161
军用航发需求合计(台)	3679	4200	4803	5489	6286
单发动机高温合金用量(吨)			3.0		
高温合金需求(吨)	11037	12599	14408	16467	18857
高温合金需求增速	14.4%	14.2%	14.4%	14.3%	14.5%

数据来源: Air Force 2022, 中研网, 百度百科, 三金武器, 东吴证券研究所

2.3.2. 民用航发: 用量少但增速最高, 十四五期间复合增速为143.9%

民航发动机制造技术研究道阻且长, 被称为“工业上的明珠”, 长期以来, 国产飞机依赖从外国航空制造公司普惠、波音、空客等进口发动机, 所以目前国产民用航发高温合金用量基数极小。在我国航空航天科学家和工程师的不懈努力下, 民用航发研制项目取得重大突破, 中国航发商发主导研制的 CJ-1000A 发动机研制成功, 将成为国产大型客机 C919 的动力核心, 预计 2024 年将投入商用, 2027 年实现批产, 国产民用航发市场渗透率将快速提升。

图18: 中国航发商发顺利研制出 CJ-1000A 民航发动机



数据来源: 中国航发商发官网, 东吴证券研究所

我们做出以下假设, 测算得 2025 年我国民用航发高温合金用量将达 1260 吨, 2021-

2025 年用量复合增速为 143.9%。

- 1) **民用航发高温合金用量为 6.5 吨/台**：目前我国国产 C919 客机搭载俄罗斯进口的 LEAP-1C 发动机，每台飞机搭载两个发动机，单发动机重 3.9 吨，假设民用航发中高温合金重量占 50%，部件成材率为 30%，则单台发动机高温合金用量为 6.5 吨。
- 2) **民用飞机保有量增速为每年 10%**：中国商飞预测 2040 年我国民用机保有量将达到 9957 架，复合增速约为 10%。
- 3) **国产民用航发渗透率快速提升**：中国商飞披露，目前我国国产民航发动机市占率不到 1%，随着 C919 大飞机等国产民航项目的推进，预计 2025 年市占率有望快速提升至 10%。
- 4) **民航客机发动机寿命一般为 5 年**。

表4：2025 年我国民用航发高温合金需求量将达 1260 吨，十四五期间复合增速 143.9%

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新增民用航发需求（台）	468	827	928	1003	1158
维修民用航发需求（台）	80	170	358	569	781
民用航发需求合计（台）	548	997	1286	1572	1939
国产民用航发市场化率	1%	3%	5%	7%	10%
单发动机高温合金用量			6.5		
高温合金需求（吨）	36	195	418	715	1260
高温合金需求增速	222.5%	445.7%	114.9%	71.1%	76.2%

数据来源：《民航“十四五”规划》，《中国商飞公司市场预测年报（2021-2040）》，Wind，东吴证券研究所

2.3.3. 发电设备：需求平稳增长，十四五期间复合增速约 7.2%

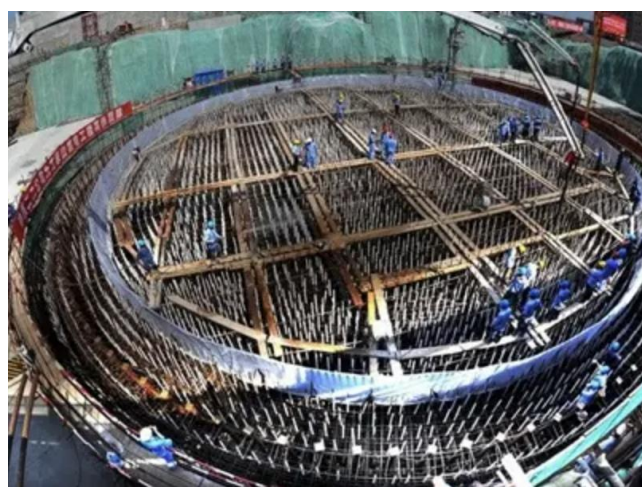
高温合金在发电领域的应用主要体现在燃气发电和核电两方面。在燃气发电是通过组合燃气轮机和发电机来发电，燃气轮机将燃料燃烧释放的热量转化为动能，燃气轮机中的涡轮叶片、涡轮盘、燃烧室等部件由高温合金制成。在核电站中，高温合金被用于燃料元件包壳管、燃料元件定位架、高温气体炉热交换器等需要承受核燃料高温的部件中。

图19：高温合金用于燃气发电的燃气轮机

图20：高温合金用于核电站建设



数据来源：东方电气官网，东吴证券研究所



数据来源：国资委官网，东吴证券研究所

根据以下假设，我们预测发电机组中高温合金用量将随新增装机量增长，2025年发电机组高温合金用量合计达1.0万吨，2021-2025年复合增速7.2%。

- 1) 据中国电力企业联合会数据，新增燃气发电装机量增速为每年5.7%，每万千瓦装机高温合金用量为6吨。
- 2) 据前瞻产业研究院预测，新增核电装机量增速为每年9.0%，每万千瓦装机高温合金用量为30吨。

表5：2025年我国发电机组高温合金需求量将超1万吨，十四五期间复合增速7.2%

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新增燃气发电装机量（万千瓦）	717	763	808	852	894
每万千瓦高温合金用量（吨）			6		
燃气发电高温合金需求（吨）	4300	4580	4850	5112	5362
新增核电装机量（万千瓦）	119	129	141	154	168
每万千瓦高温合金用量（吨）			30		
核能发电高温合金需求（吨）	3562	3883	4228	4613	5037
高温合金需求（吨）	7862	8462	9078	9725	10399
高温合金需求增速	5.8%	7.6%	7.3%	7.1%	6.9%

数据来源：公司公告，中国电力企业联合会，前瞻产业研究院，Wind，东吴证券研究所

2.3.4. 国内高温合金用量逐步增长，十四五期间复合增速10.3%

除了军机、民航、发电行业外，高温合金还可用于制造汽车增压涡轮、天然气管道增压泵、石油开采钻头、舰船推进燃气轮机等，总体下游需求稳步上升。综上，2025年

国内高温合金总用量有望达到 5.2 万吨，2021-2025 年复合增速为 10.3%。

表6: 预测 2021-2025 年国内高温合金需求量复合增速为 10.3%

单位: 吨, %		2021	2022E	2023E	2024E	2025E	21-25 年 复合增速
军 用 需 求	军机航发	11037	12599	14408	16467	18857	14.3%
	yoy	14.4%	14.2%	14.4%	14.3%	14.5%	
	其他军需	3580	3786	3946	4061	4184	4.0%
	yoy	5.6%	5.8%	4.2%	2.9%	3.0%	
	军用需求合计	14617	16385	18354	20528	23041	12.0%
	yoy	12.1%	12.1%	12.0%	11.8%	12.2%	
民 用 需 求	民用航发	36	195	418	715	1260	143.9%
	yoy	222.5%	445.7%	114.9%	71.1%	76.2%	
	燃气发电	4300	4580	4850	5112	5362	5.7%
	yoy	5.5%	6.5%	5.9%	5.4%	4.9%	
	核能发电	3562	3883	4228	4613	5037	9.0%
	yoy	6.2%	9.0%	8.9%	9.1%	9.2%	
	汽车涡轮	3674	4000	4354	4694	5040	8.2%
	yoy	8.1%	8.9%	8.8%	7.8%	7.4%	
	石油化工	2000	2110	2218	2313	2408	4.7%
	yoy	5.9%	5.5%	5.1%	4.3%	4.1%	
	其他民需	3082	3215	3359	3551	3640	4.2%
	yoy	2.7%	4.3%	4.5%	5.7%	2.5%	
	民用需求合计	16654	17981	19427	20998	22747	8.1%
	yoy	8.2%	8.0%	8.0%	8.1%	8.3%	
总需求	35351	38804	42759	47187	52275	10.3%	
yoy	9.6%	9.8%	10.2%	10.4%	10.8%		

数据来源: Air Force 2022, 中国商飞, 智研咨询, 前瞻产业研究院, 中研网, 东吴证券研究所测算

2.4. 供给端: 行业壁垒高, 国内扩产缓慢

虽然高温合金需求增速并不高, 但是由于行业壁垒很高, 导致国内企业发展困难, 产能规模迟迟无法满足需求, 导致国内高温合金需求缺口长期存在, 对进口材料依赖性严重。

高温合金行业壁垒主要体现在国内生产设备依赖进口、产线资金投入过大、产线达产周期较长、客户验证周期长等方面, 行业壁垒较高, 导致新玩家难以切入行业, 国内高温合金企业难以加快扩产速度。

表7: 高温合金行业的高壁垒体现在工艺落后、资金密集、达产期长、产品周期长等方面

行业壁垒	简介
工艺壁垒	变形合金双联、三联工艺所需的真空感应炉、真空自耗炉、电渣重熔炉等核心设备都依赖外国进口定制，价格高昂，货期较长，国内无法实现自产。
资金壁垒	高温合金冶炼行业为资金密集型行业，原材料采购、设备购置、厂房建设、技术研发、管理团队都需要大量的资金，技改项目（隆达股份、抚顺特钢、钢研高纳）扩产投资一般在3-9万元/吨，需要新建生产基地的项目（图南股份、西部超导）扩产投资为18-33万元/吨，融资能力不足的企业难以搭建和扩张高温合金产线。
达产周期长	由于国内大规模高温合金产线建设经验不足，新产线达产至少需要5年的时间，一些高端品种高温合金难以达成大规模量产，比如用于高转速涡轮叶片的单晶高温合金，生产工序中对结晶温度控制及其严格，导致国内目前单晶产业规模仍然较小。
验证周期长	航空发动机是高端精密装备，客户对上游材料供应的认证要求极高，认证周期长，一般在3年以上，尤其是军机航发设备验证周期更长。

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

统计国内主要高温合金企业生产情况，2021年国内总产量为1.7万吨。总产能为2.3万吨。抚顺特钢是国内高温合金行业领军人，产量领先行业，2021年产量占国内总产量的35%；抚顺特钢及隆达股份产能最大，但由于隆达股份产线尚未实现大规模批产，产能利用率较低，2022年产量有望大幅提升。预计2025年，国内总产量将达到3.0万吨，复合增速15.6%，总产能达4.7万吨，复合增速为14.3%。

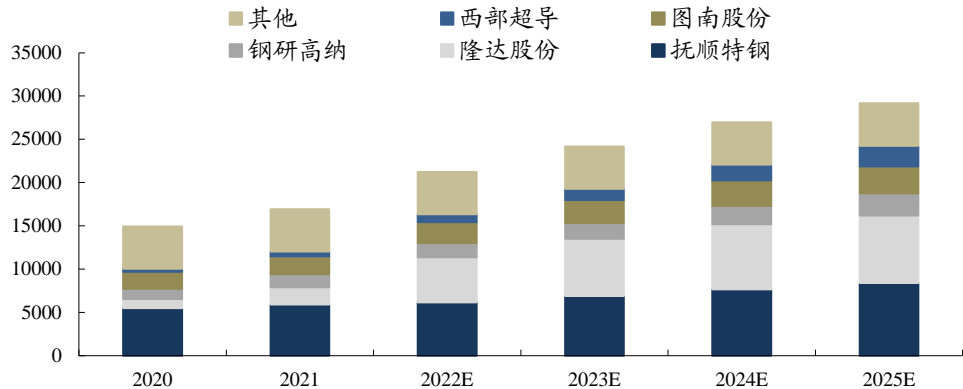
表8: 2021年国内主要高温合金生产企业产能、产量及扩产计划统计

公司	产量(吨)	产量占比	产能(吨)	产能占比	扩产计划
抚顺特钢	5894	35%	5000	22%	“均质高强度大规高温合金、超高强度钢工程化建设项目”和“高温合金、高强产业化技术改造项目”，新增5000吨感应钢产能，预计在2023年下半年投产
隆达股份	1989	12%	5000	22%	2021年底2000吨变形高温合金设计产能落成，2023年2000吨铸造母合金投产；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
图南股份	2067	12%	3000	13%	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
钢研高纳	1500	9%	3000	13%	“青岛新力通新厂（北区）建设项目”设计新增年产能7000吨，2021年6月试生产，达产期5年
西部超导	555	3%	2000	9%	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；2021年募投建设1500吨高温合金产能，建设期3年。
宝武特冶	1500	9%	1500	7%	

攀钢长城特钢	1200	7%	1200	5%
中科院金属所	1000	6%	1000	4%
北京航材院	800	5%	800	3%
中科三耐	400	2%	400	2%
合计	16905		22900	

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图21：国内主要企业高温合金产量（吨）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

2.5. 国内供不应求局面将持续

综合考虑我国高温合金市场需求及国内企业扩产情况，我们预测 2021-2025 年，我国高温合金产量复合增速为 15.6%，略高于需求增速 10.3%，然而，由于目前国内产能规模较小，尽管自给率将从 47.8% 提升至 57.7%，供需缺口仍将从 1.8 万吨扩大至 2.2 万吨，国内高温合金产量难以满足需求，市场高景气将持续，未来还将继续依赖进口材料。

表9：2021-2025 年国内高温合金需求缺口将继续扩大

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	CAGR
国内需求量（吨）	35351	38804	42759	47187	52275	10.3%
国内产量（吨）	16905	19788	23025	26676	30156	15.6%
缺口（吨）	18446	19016	19734	20511	22119	4.6%
自给率	47.8%	51.0%	53.8%	56.5%	57.7%	

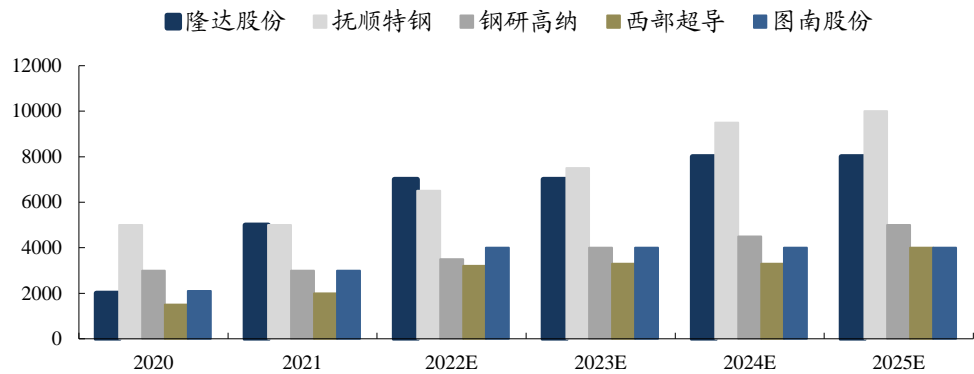
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 行业潜在龙头，规模、技术双优

3.1. 上市融资建产能，规模后来居上

公司冲击航发核心材料决心明确，高温合金产能扩张高速扩张，自 2015 年进入高温合金行业以来，公司在短短七年内形成 6000 吨高温合金产能，包括 3000 吨变形合金及 3000 吨铸造合金，预计到 2025 年还将继续释放 2000 吨变形合金产能，总设计产能将达 8000 吨。公司高温合金产能规模于国内行业龙头抚顺特钢相近，形成产能第一梯队。

图22: 国内高温合金供应商产能扩建预测 (吨)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

公司 2022 年 7 月 22 日于上交所科创板成功上市, IPO 募集资金扣除发行费用后将全部用于公司主营业务相关项目, 拟使用募集资金合金 10 亿元。募集资金中 8.55 亿元将用于新增年产 1 万吨航空机高温合金的技术改造项目, 项目实施地点位于无锡市锡山经济开发区, 资金将用于购入生产设备、建设厂房及产能扩建, 项目建设期为 3 年, 预计 2028 年达产, 届时公司总产能将达 1.8 万吨, 产能规模优势更加凸显。

表10: 公司 IPO 融资将主要用于高温合金扩产技改项目

项目	拟使用募集资金 (亿元)	项目细节	建设期
新建年产 1 万吨航空机高温合金的技术改造项目	8.55	包括 6000 吨变形高温合金, 2000 吨变形合金棒材, 及 2000 吨铸造母合金	3 年
新建研发中心项目	0.85	新建高温合金材料研发试制、检测验证中心	3 年
补充流动资金	0.60	用于公司主营业务	/
合计	10.00		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表11: 新建年产 1 万吨航空机高温合金技改项目实施方案

建设内容	具体实施方案
新建高品质高温合金生产线	新增真空感应熔炼炉、真空自耗炉、保护气氛电渣炉、加热炉、热处理炉、高温合金棒材智能轧机及智能化精整流水线、超声波水浸探伤系统、在线探伤系统以及车床、磨床等生产、检测及辅助设备 137 台（套）；配备给排水系统、供配电系统等公用设施 5 套，合计 142 台（套）
新建厂房	新建大型厂房 1 座，车间办公楼和实验楼、变电所各 1 座，门卫房 2 处，总建筑面积 67,280.0 平方米
新增年产高品质高温合金 1 万吨，其中变形高温合金 6,000 吨、变形高温合金棒材 2,000 吨、铸造高温合金母合金 2,000 吨的生产规模	项目拟以 GH4169、GH4738、GH5188、GH2901 等高品质高温合金为代表产品，新增年产高品质高温合金 1 万吨的生产规模，其中变形高温合金 6,000 吨、变形高温合金棒材 2,000 吨、高温合金母合金 2,000 吨

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 汇集顶尖专家，技术领先同行

公司聘请原宝钢特钢副总经理王世普、参与“嫦娥奔月工程”火箭发动机材料研制的赵长虹、原沈阳黎明发动机厂变形合金冶金师梁岩等国内顶尖高温合金材料专家，组成优秀核心技术团队，并实施股权激励，增强技术人员与公司凝聚力，促进高温合金材料技术进步。

表12: 公司高温合金核心技术团队汇集国内顶尖专家

核心技术人员	简历	股权激励情况
王世普	硕士研究生学历；20 年宝钢特钢从业经历，曾任宝钢特钢副总经理，专注于高温（耐蚀）合金等产品冶炼、热加工、冷加工及热处理的生产、技术、市场管理；曾获 2018 年中国钢铁工业协会、中国金属学会冶金科学技术奖一等奖、2018 年中国商飞 C919 大型客机首飞个人二等功等荣誉。	通过云上印象间接持股 0.27%
赵长虹	本科学历，教授研究员级高级工程师，参加了我国“嫦娥奔月工程”的大推力火箭发动机、新型战机发动机动力材料研制，长期从事 GH4169 合金材料的研究生产组织工作；曾获国防科学技术奖、辽宁省课教学技术进步二等奖、抚顺市科学技术功勋奖、五四奖章等荣誉。	通过云上印象间接持股 0.14%
王博	博士研究生，毕业于西北工业大学；参与国家 863 高技术研究发展计划（高温合金材料设计与制备的基础研究），4 篇 SCI 一作；曾获中国材料大会 2016 年度最佳海报奖。	通过云上逐梦间接持股 0.05%
李亚峰	博士研究生，毕业于西北工业大学，江苏省双创博士；博士期间深耕但经过高温合金叶片凝固缺陷方向，发表 10 片 SCI 文章，其中单晶高温合金涡轮叶片缺陷形成激励相关论文被顶级国际会议“Superalloy2016”收录。	通过云上逐梦间接持股 0.05%
梁岩	本科学历，研究员级高级工程师，毕业于哈尔滨工业大学；19 年中国航发沈阳黎明型号冶金师从业经验；参与 GH4169、K4169、GH738 等合金材料的技术研究；多次取得国防科技进步二、三等奖，获国防科工委立功 1 次，航空工业集团立功 7 次。	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司生产工艺国内领先，正三联变形合金冶炼产线已贯通投产。国外两机制造龙头美国通用电气(美国 GE)、美国普惠、英国罗罗、法国斯奈克玛、德国 MTU 等均认可，“真空感应+真空自耗+电渣重熔”的正三联熔炼工艺除杂效果更佳，材料性能更优。国内高温合金制造商普遍采用二联冶炼工艺，并试图突破三联工艺，而公司已经领先国内同行，经实现三联产线贯通，如西部超导采用“真空感应炉+电渣重熔”的二联工艺，2021 年定向增发融资将用于增加真空自耗工艺，挑战变形合金棒材正三联冶炼。

在优秀人才的带领下，公司参与多项国家级重大科研项目，包含国家工业强基工程及两机技术专项，引领国内单晶母合金技术前沿，部分牌号铸造单晶母合金正处于军机航发下游验证阶段，助力我国军机航发制造工业更上一层楼。

表13: 公司参与多项国家级重大科技项目

参与程度	时间	公司参与项目	项目来源	内容	成果
牵头承担	2016 年	工业强基工程	工信部	燃气轮机叶片高纯净度铸造单晶母合金制备	产品通过国家验收，多项性能超越验收标准
	2018 年	《“十三五”国家科技创新规划》重大科技项目	工信部、国防科工局、军备发展部	航空发动机及燃气轮机重大专项基础研究，	该项目处于正常推进状态，尚未结项验收
	2019 年	《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006 年-2020 年）》重大科技专项项目	国防科工部	大型飞机材料研制与应用研究项目	该项目处于正常推进状态，尚未结项验收
参与承担	2017 年	军品配套	国防科工部	国家机密项目，与公司高温合金材料核心技术相关	成果保密
	2017 年	国家新材料生产应用示范平台建设	工信部	新材料生产应用示范平台（航空发动机材料）	完成定向/单晶高温合金涡轮叶片等 5 条生产应用示范线建设；完成高温结构材料等 3 个应用评价实验室建设。
	2018 年	国家重大科技专项项目	工信部、国防科工局、军委装备发展部	航空发动机及燃气轮机基础研究项目	成果保密
	2021 年	装备预先研究基金项目	军委科学技术委员会	国家机密项目，与公司高温合金材料核心技术相关	成果保密
	2021 年	国家重点研发计划	科技部	高温合金纯净化与难变形薄壁异形锻件制备技术	该项目处于正常推进状态，尚未结项验收

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 产品性能突出，锁定优质客户

凭借公司的优秀人才储备及材料技术优势，公司推出的高温合金产品性能处于行业领先水平。铸造合金方面，公司 DD4**单晶高温合金经国家钢铁材料测试中心检测，高温下耐久时间、拉伸强度、屈服强度、断后伸长率满足客户要求，并高于竞品。公司 DD4**单晶合金参与中国航发商发涡轮叶片研制，待工艺评审；目前已向深圳万泽研究院、安徽应流批量供应，拟用于制造 CJ-1000 系列发动机涡轮叶片。

表14: 公司 DD4单晶合金高温耐久远胜竞品（客户为中国航发商发）**

比较对象	实验对象		实验结果
	试验温度 (°C)	应力 (MPa)	
客户要求			≥ 80
公司甲	850	650	80.1
隆达股份			136.8
客户要求			≥ 70
公司甲	1050	190	90.0
隆达股份			104.5

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表15: 公司 DD4单晶合金力学性能优于竞品（客户为中国航发商发）**

比较对象	实验条件		实验结果	
	温度 (°C)	拉伸强度 (MPa)	屈服强度 (MPa)	断后伸长率
客户要求		≥ 1120	≥ 855	≥ 5%
公司甲	760	1225	984	12.5%
隆达股份		1184	995	13.1%
客户要求		≥ 690	≥ 560	≥ 15%
公司甲	980	728	641	31.5%
隆达股份		781	713	32.4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

变形合金方面，根据国家有色金属及电子材料分析测试中心检验报告，公司 GH4169 合金在 650°C 下拉伸强度和屈服强度优于国内外企业，其中海外公司已、海外公司庚为航空转动件用大规格 GH4169 合金的主要供应商，标志着公司变形合金产品性能已实现于国际先进水平对标。公司 GH4169 产品通过中国航发商发 CJ-1000 系列发动机盘合格认证，批量供给给航宇科技、派克新材、南山铝业等用于燃气轮机热端部件制造。

表16: 公司 GH4169 产品高温下力学性能优于国内外竞品

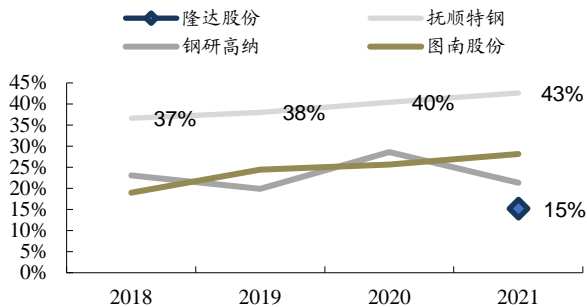
生产企业	室温拉伸			650℃拉伸		
	拉伸强度 (MPa)	屈服强度 (MPa)	断后伸长率	拉伸强度 (MPa)	屈服强度 (MPa)	断后伸长率
国内公司戊	1423	1252	15.5%	1180	1066	20.7%
海外公司己	1474	1241	20.2%	1194	1025	33.0%
海外公司庚	1426	1260	15.1%	1172	1033	21.6%
行业平均	1441	1251	16.9%	1182	1041	25.1%
隆达股份	1435	1215	15.7%	1203	1068	16.7%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.4. 军品上量, 盈利水平提升

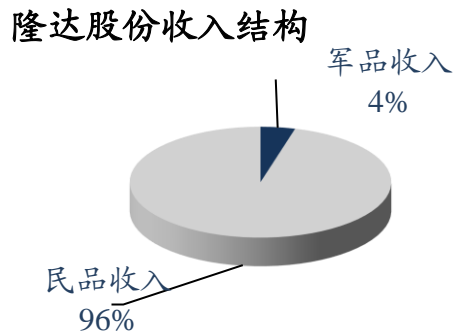
高温合金在国防军备领域用量较大, 且军品一般毛利更高。以国内高温合金龙头抚顺特钢为例, 变形合金产品多为军品, 2021 年变形高温合金毛利率高达 43%, 大幅度领先同行企业, 隆达股份由于下游客户以民用为主, 军品占比仅为 4%, 且变形合金 2021 年销售开局之年, 2021 年变形合金毛利率仅为 15%, 远不及抚顺特钢。

图23: 抚顺特钢变形合金毛利率远超同行



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图24: 2021 年隆达股份军品收入占比仅为 4%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

瞄准高毛利军品, 公司积极推进军备客户拓展及产品验证, 部分牌号实现军品供应。目前已有 6 个牌号通过军机航发客户验证, 其中 K41*牌号以用于批产军机航发热端部件制造; 另有 20 个牌号处于军用航空航天验证环节。公司布局高毛利军备材料赛道, 产品验证稳步推进, 待军品订单逐步落实, 公司综合毛利率有望大幅度提升, 盈利弹性较大。

表17: 公司应用于军用航空航天的高温合金牌号

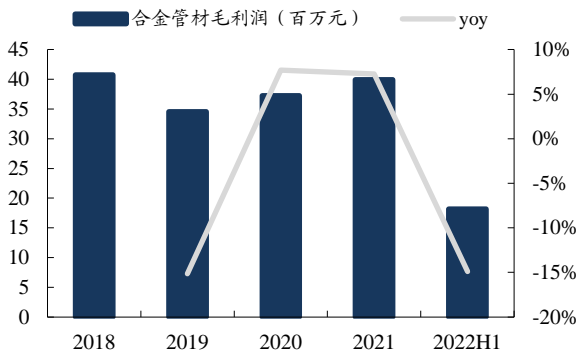
应用领域	下游验证情况	铸造高温合金牌号	变形高温合金牌号	备注
军用航空 航天	通过验证	K41*、K42*、K464*、 K416*、DZ41**、K41**		用于批量产航空发动机热端部件及高温部件
	验证中	DZ4**、K40*、K60*、 K40*、K41**、K41**、 K46*、K40*、JG424**、 K18*、K400*	GH416*、GH213*、 GH304*、GH353*、 GH464*、GH312*、 GH416*	处于研制航空发动机验证环节或预研机型的验证环节

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.5. 合金管材业务收缩, 产品结构优化

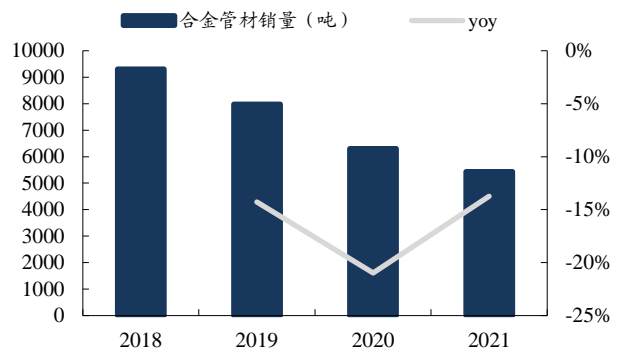
公司合金管材业务稳步发展, 但是由于产品附加值较低, 2022 年上半年销售毛利率仅为 10.0%, 远不及高温合金的 27.9%, 所以公司逐步收缩合金管材业务规模, 2022 年上半年合金管材毛利润为 18.1 百万元, 同比减 14.9%, 毛利占比从 2018 年的 69.8% 减少至 2022 年上半年的 33.7%。合金管材业务规模收缩的主要原因为紫铜管产能减少, 使得合金管材产品销量逐年递减。随着公司产品结构优化, 盈利水平将继续提升。

图25: 2022H1 合金管材毛利同比减 14.9%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图26: 合金管材销量逐年递减



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 盈利预测、估值及投资建议

我们的盈利预测基于以下假设:

- 1) 公司 2020 年购入变形高温合金生产设备所新增的 2000 吨产能将在 2024 年前逐步投产, 2024 年底, 公司将拥有 5000 吨变形合金及 3000 吨铸造合金产能,

合计 8000 吨，产量也将随之提升。

- 2) 高温合金行业维持高景气度,公司产品受下游客户认可,产销率逐步提升至 95%。
- 3) 高温合金、合金管材售价稳定,所以毛利率维稳。铸造合金单价维持在 24 万元/吨; 2021 年变形合金业务刚刚产生收入,单价仅为 14.5 万元/吨,参考抚顺特钢单价 21.4 万元/吨,有较大提升空间,所以预计公司 2022 年变形合金售价将逐步提升至提升至 22 万元/吨左右。
- 4) 公司着力发展高温合金,低附加值的合金管材产能逐步收缩,所以合金管材业务规模逐步缩小。

表18: 分业务盈利预测

业务板块	项目	2021A	2022E	2023E	2024E	
高温合金	收入 (亿元)	0.6	5.2	8.0	10.5	
	变形	收入 yoy	-	730%	52%	31%
		毛利率	15%	23%	24%	25%
		毛利 (亿元)	0.1	1.2	1.9	2.6
	铸造 & 耐蚀	收入 (亿元)	2.8	4.3	5.7	6.6
		收入 yoy	43%	57%	32%	15%
		毛利率	31%	33%	33%	33%
		毛利 (亿元)	0.9	1.4	1.9	2.2
	合金管材	收入 (亿元)	3.6	3.8	3.8	3.7
		收入 yoy	8%	5%	0%	-1%
毛利率		11%	11%	11%	11%	
毛利 (亿元)		0.4	0.4	0.4	0.4	
其他	收入 (亿元)	0.3	0.4	0.5	0.6	
	收入 yoy	96%	39%	38%	25%	
	毛利率	32%	39%	39%	36%	
	毛利 (亿元)	0.1	0.1	0.2	0.2	
合计	收入 (亿元)	7.3	13.7	18.0	21.4	
	收入 yoy	34%	89%	31%	19%	
	毛利率	20%	23%	25%	25%	
	毛利 (亿元)	1.4	3.2	4.4	5.4	

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

因此,我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 13.7/18.0/21.4 亿元,同比增长 89%/31%/19%,归母净利润分别为 1.9/3.3/4.8 亿元,同比增长 164%/79%/44%,对应 PE 分别为 57/32/22x。选取高温合金行业企业:抚顺特钢、西部超导、钢研高纳和图南股份

为可比公司，公司估值较低，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。

表19: 可比公司估值 (2022年9月8日更新)

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	P/E (倍)			EPS (元/股)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
抚顺特钢	600399.SH	16.42	44.10	26.65	20.38	0.37	0.62	0.81
西部超导	688122.SH	105.14	46.03	33.86	26.43	2.29	3.12	4.00
钢研高纳	300034.SZ	45.19	54.90	39.14	28.55	0.82	1.15	1.58
图南股份	300855.SZ	44.09	55.96	41.05	31.36	0.88	1.20	1.58
	均值		50.25	35.17	26.68			
隆达股份	688231.SH	42.50	56.63	31.59	22.01	0.75	1.35	1.93

数据来源: 未加粗估值来自 wind 一致预期, 其他由东吴证券研究所测算

5. 风险提示

- 1) **成本波动风险:** 主要原材料为镍, 价格波动频繁、波动幅度较大。
- 2) **材料研发进度不及预期:** 航发制造对材料性能要求极高, 若公司研发水平无法满足下游客户需求, 前期研发投入无法转化为订单。
- 3) **下游客户开拓不及预期:** 公司下游客户包括航发制造商、军备制造商等, 对材料验证要求高、验证周期长, 下游客户导入将受阻。

隆达股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	584	3,062	3,356	3,794	营业总收入	726	1,371	1,796	2,140
货币资金及交易性金融资产	89	2,200	2,250	2,472	营业成本(含金融类)	582	1,054	1,354	1,597
经营性应收款项	242	434	579	689	税金及附加	2	4	5	6
存货	232	341	461	550	销售费用	15	37	32	41
合同资产	0	0	0	0	管理费用	29	75	81	64
其他流动资产	21	86	65	82	研发费用	53	94	117	103
非流动资产	555	794	923	1,017	财务费用	10	-25	-62	-66
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	34	63	86	111
固定资产及使用权资产	445	587	625	590	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	66	149	224	337	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	14	24	36	48	减值损失	-5	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	-1	0	0
长期待摊费用	7	10	14	18	营业利润	66	196	355	506
其他非流动资产	23	23	23	23	营业外净收支	9	7	9	14
资产总计	1,139	3,856	4,279	4,811	利润总额	75	203	363	520
流动负债	501	621	712	767	减:所得税	5	18	31	43
短期借款及一年内到期的非流动负债	329	293	298	288	净利润	70	185	332	477
经营性应付款项	132	240	314	367	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	3	4	6	7	归属母公司净利润	70	185	332	477
其他流动负债	37	83	93	105	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.28	0.75	1.35	1.93
非流动负债	134	134	134	134	EBIT	75	108	207	328
长期借款	36	36	36	36	EBITDA	105	182	294	421
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.87	23.18	24.60	25.36
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	9.67	13.51	18.49	22.27
其他非流动负债	98	98	98	98	收入增长率(%)	34.49	88.95	30.97	19.14
负债合计	635	755	846	901	归母净利润增长率(%)	102.09	163.89	79.27	43.51
归属母公司股东权益	504	3,101	3,433	3,909					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	504	3,101	3,433	3,910					
负债和股东权益	1,139	3,856	4,279	4,811					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-8	54	264	417	每股净资产(元)	2.72	12.56	13.91	15.84
投资活动现金流	-153	-307	-207	-173	最新发行在外股份(百万股)	247	247	247	247
筹资活动现金流	155	2,363	-7	-22	ROIC(%)	9.51	4.59	5.25	7.53
现金净增加额	-6	2,111	50	222	ROE-摊薄(%)	13.94	5.98	9.68	12.19
折旧和摊销	29	74	87	93	资产负债率(%)	55.78	19.58	19.77	18.73
资本开支	-153	-304	-203	-169	P/E(现价&最新股本摊薄)	149.43	56.63	31.59	22.01
营运资本变动	-126	-193	-189	-145	P/B(现价)	15.62	3.38	3.06	2.68

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

