

## 投资收益下降影响利润表现，23 年有望重回高增

### 核心观点

**事件：**公司发布 22 年报，实现营收 28.79 亿元（+43.77%），归母净利润 3.37 亿元（+10.48%），扣非净利 2.81 亿元（+57.24%）。公司发布 23 年一季报，实现营收 6.21 亿元（+18.88%），归母净利润 0.60 亿元（-2.13%）。

- **22 年收入高增费用改善，但投资收益下滑、资产减值损失影响利润表现。**公司 22 年 1) 铸造合金制品收入 17.32 亿元（+44.27%），毛利率 26.28%（+1.83pct）。其中，子公司钢研德凯收入 9.57 亿元（+66.29%），净利率 16.93%（+1.34pct），子公司新力通收入 8.62 亿元（+51.87%），净利率 5.97%（+0.21pct）；2) 变形合金制品收入 6.94 亿元（+37.89%），毛利率 19.51%（-1.83pct）；3) 新型合金制品收入 39.89 亿元（+39.92%），毛利率 46.04%（-8.90pct）。三大业务板块均实现收入高增，综合毛利率 27.68%（-0.50pct），主要受镍价及审价等因素影响。得益于管理和研发费用率的下降，公司期间费用率降低 2.90pct 至 13.55%。但 22 年公司投资收益仅为-1591 万元，较 21 年的 5998 万元大幅下降，同时 22 年发生 1473 万元资产减值损失，而 21 年为 119 万元。上述原因导致公司 22 年利润端表现弱于收入端，但扣非后公司 22 年利润增速达 57.24%。
- **产品交付确认节奏影响一季度表现，存货增长较快。**一季度公司利润增速慢于收入增速，同时毛利率出现小幅下滑，可能与高附加值产品交付确认滞后有关。期末公司存货 13.08 亿元，同比增长 28.24%，合同负债 1.57 亿元，同比增长 54.07%，说明公司订单及生产任务饱满，业绩表现有望逐季向好。
- **产品、业务布局多线并进，将逐步迎来收获期。**过去公司在变形合金制品的生产上较多采取社会协作的模式，为了更好地适应未来发展需求，公司已在四川德阳布局变形高温合金生产示范基地，旨在通过生产全流程的装备建设，实现生产链条的贯通和一体化能力，进一步提升变形合金制品的批产交付能力。同时，22 年新成立的子公司西安高纳已在报告期取得 101 万元的收入，公司业务发展将更为多元化。

### 盈利预测与投资建议

- 根据公司 22 年年报，考虑到粉末盘毛利率下降，调整公司 23、24 年每股收益为 1.09、1.54 元（前值为 1.15、1.57 元），新增 25 年每股收益为 2.13 元，根据可比公司 23 年 42 倍市盈率，给予目标价 45.78 元，维持买入评级。

### 风险提示

产品交付确认低于预期；政府补贴低于预期；产品价格下降风险

### 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,003	2,879	3,733	4,924	6,449
同比增长(%)	26.4%	43.8%	29.6%	31.9%	31.0%
营业利润(百万元)	359	425	677	938	1,302
同比增长(%)	22.9%	18.5%	59.2%	38.7%	38.7%
归属母公司净利润(百万元)	305	337	531	746	1,032
同比增长(%)	49.6%	10.5%	57.8%	40.5%	38.4%
每股收益(元)	0.63	0.69	1.09	1.54	2.13
毛利率(%)	28.2%	27.7%	28.0%	29.0%	30.0%
净利率(%)	15.2%	11.7%	14.2%	15.2%	16.0%
净资产收益率(%)	12.0%	11.3%	15.6%	18.8%	22.1%
市盈率	59.2	53.6	34.0	24.2	17.5
市净率	6.3	5.8	4.9	4.2	3.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2023年04月26日）	37.16 元
目标价格	45.78 元
52 周最高价/最低价	57.27/24.1 元
总股本/流通 A 股（万股）	48,567/45,310
A 股市值（百万元）	18,047
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2023 年 04 月 27 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-3.06	-10.09	-12.3	48.06
相对表现	0.95	-8.41	-6.98	43.43
沪深 300	-4.01	-1.68	-5.32	4.63



### 证券分析师

王天一	021-63325888*6126 wangtianyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860510120021
罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518100001
冯函	021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070002
丁昊	dinghao@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080002

### 联系人

宁小涵	ningxiaohan@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

### 相关报告

航发主业增长快，看好未来 4 个季度高增长	2022-08-24
主业增长强劲，成本压力影响利润表现	2022-04-30
业绩符合预期，收入加速，利润端表现更为扎实	2021-10-31

**表 1：钢研高纳可比上市公司估值**

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2022/4/26	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E
航发动力	600893	43.18	0.45	0.48	0.60	0.76	96.92	90.79	71.67	56.90
抚顺特钢	600399	10.66	0.40	0.10	0.43	0.59	26.84	107.03	24.57	18.09
应流股份	603308	18.58	0.34	0.65	0.74	0.99	54.91	28.55	25.21	18.77
图南股份	300855	49.82	0.60	0.84	1.15	1.56	82.98	59.05	43.18	31.98
华秦科技	688281	289.45	2.50	3.57	4.92	6.67	115.86	81.03	58.86	43.42
	调整后 平均						78.27	76.96	42.42	31.39

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	559	1,043	949	989	1,290	营业收入	2,003	2,879	3,733	4,924	6,449
应收票据、账款及款项融资	1,607	2,101	2,724	3,593	4,706	营业成本	1,438	2,082	2,687	3,497	4,517
预付账款	42	34	69	91	119	营业税金及附加	14	22	29	38	49
存货	858	1,052	1,357	1,766	2,281	营业费用	28	33	41	51	64
其他	157	145	136	45	54	管理费用及研发费用	289	332	405	497	610
<b>流动资产合计</b>	<b>3,223</b>	<b>4,376</b>	<b>5,235</b>	<b>6,484</b>	<b>8,450</b>	财务费用	12	26	15	13	17
长期股权投资	185	166	149	149	149	资产、信用减值损失	(1)	13	0	0	0
固定资产	798	871	978	1,071	1,100	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	103	107	52	0	0	投资净收益	60	(16)	50	40	40
无形资产	178	169	163	157	152	其他	77	69	70	70	70
其他	587	603	598	594	594	<b>营业利润</b>	<b>359</b>	<b>425</b>	<b>677</b>	<b>938</b>	<b>1,302</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,851</b>	<b>1,916</b>	<b>1,941</b>	<b>1,971</b>	<b>1,995</b>	营业外收入	0	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5,075</b>	<b>6,292</b>	<b>7,176</b>	<b>8,456</b>	<b>10,445</b>	营业外支出	1	1	0	0	0
短期借款	9	230	113	113	406	<b>利润总额</b>	<b>358</b>	<b>425</b>	<b>677</b>	<b>938</b>	<b>1,302</b>
应付票据及应付账款	1,048	1,455	1,878	2,444	3,157	所得税	28	43	68	94	131
其他	369	583	510	539	576	<b>净利润</b>	<b>330</b>	<b>382</b>	<b>609</b>	<b>844</b>	<b>1,171</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,426</b>	<b>2,269</b>	<b>2,501</b>	<b>3,096</b>	<b>4,139</b>	少数股东损益	25	46	78	98	138
长期借款	383	389	389	389	389	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>305</b>	<b>337</b>	<b>531</b>	<b>746</b>	<b>1,032</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.63	0.69	1.09	1.54	2.13
其他	198	254	267	267	267						
<b>非流动负债合计</b>	<b>581</b>	<b>643</b>	<b>655</b>	<b>655</b>	<b>655</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,007</b>	<b>2,911</b>	<b>3,157</b>	<b>3,751</b>	<b>4,794</b>		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	221	256	334	432	570	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	486	486	486	486	486	营业收入	26.4%	43.8%	29.6%	31.9%	31.0%
资本公积	1,206	1,220	1,253	1,253	1,253	营业利润	22.9%	18.5%	59.2%	38.7%	38.7%
留存收益	1,152	1,416	1,947	2,533	3,342	归属于母公司净利润	49.6%	10.5%	57.8%	40.5%	38.4%
其他	2	3	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,067</b>	<b>3,381</b>	<b>4,019</b>	<b>4,704</b>	<b>5,651</b>	毛利率	28.2%	27.7%	28.0%	29.0%	30.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,075</b>	<b>6,292</b>	<b>7,176</b>	<b>8,456</b>	<b>10,445</b>	净利率	15.2%	11.7%	14.2%	15.2%	16.0%
						ROE	12.0%	11.3%	15.6%	18.8%	22.1%
						ROIC	11.3%	10.8%	14.5%	17.5%	20.2%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	39.6%	46.3%	44.0%	44.4%	45.9%
净利润	330	382	609	844	1,171	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	66	109	79	91	97	流动比率	2.26	1.93	2.09	2.09	2.04
财务费用	12	26	15	13	17	速动比率	1.66	1.47	1.55	1.52	1.49
投资损失	(60)	16	(50)	(40)	(40)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(343)	(64)	(602)	(614)	(915)	应收账款周转率	4.3	4.9	4.7	4.7	4.7
其它	44	92	10	0	0	存货周转率	2.0	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>49</b>	<b>561</b>	<b>60</b>	<b>294</b>	<b>329</b>	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
资本支出	(331)	(147)	(120)	(121)	(121)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(61)	60	17	0	0	每股收益	0.63	0.69	1.09	1.54	2.13
其他	123	(124)	50	40	40	每股经营现金流	0.10	1.15	0.12	0.60	0.68
<b>投资活动现金流</b>	<b>(269)</b>	<b>(211)</b>	<b>(54)</b>	<b>(81)</b>	<b>(81)</b>	每股净资产	5.86	6.43	7.59	8.80	10.46
债权融资	417	86	(2)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	358	14	33	0	0	市盈率	59.2	53.6	34.0	24.2	17.5
其他	(354)	(32)	(132)	(172)	52	市净率	6.3	5.8	4.9	4.2	3.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>421</b>	<b>69</b>	<b>(101)</b>	<b>(172)</b>	<b>52</b>	EV/EBITDA	41.6	32.5	23.6	17.4	12.8
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	49.0	40.3	26.3	19.1	13.8
<b>现金净增加额</b>	<b>201</b>	<b>419</b>	<b>(95)</b>	<b>41</b>	<b>300</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。