

钢研高纳(300034)/通用机械

静待高温合金需求释放

评级：增持(维持)

市场价格：22.13

分析师：笃慧

执业证书编号：S0740510120023

电话：021-20315133

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

联系人：赖福洋

电话：021-20315128

Email: laify@r.qlzq.com.cn

联系人：邓轲

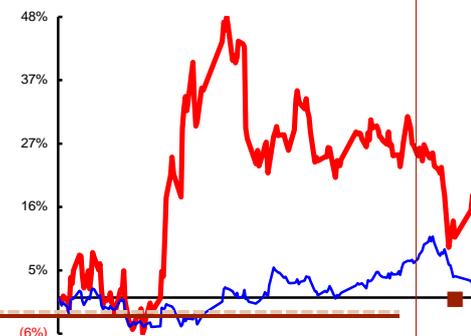
电话：021-20315223

Email: dengke@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	419
流通股本(百万股)	418
市价(元)	22.13
市值(百万元)	9,266
流通市值(百万元)	9,248

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 三季度盈利小幅收窄
- 2 半年报业绩稳定增长、看好公司航空航天领域布局
- 3 高成长的高温合金细分龙头

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	709.62	681.43	791.00	891.00	912.00
增长率 yoy%	15.09%	-3.97%	16.08%	12.64%	2.36%
净利润	124.29	95.97	142.85	164.98	180.27
增长率 yoy%	12.80%	-22.79%	48.85%	15.49%	9.27%
每股收益(元)	0.39	0.23	0.34	0.39	0.43
每股现金流量	0.01	0.03	0.49	0.24	0.49
净资产收益率	10.35%	7.38%	10.08%	10.43%	10.23%
P/E	67.54	85.24	65.02	56.30	51.52
PEG	5.28	—	1.33	3.63	5.56
P/B	6.99	6.29	6.55	5.87	5.27

备注：

投资要点

- **业绩概要：**公司发布 2016 年年度报告，公司 2016 年全年实现营业收入 6.81 亿元，同比下降 3.97%；实现扣非后归属于母公司股东净利润 0.93 亿元，同比下降 23.92%，EPS 为 0.23 元。其中四季度单季盈利 0.29 亿元，折合 EPS 为 0.07 元；去年同期实现扣非后归属于母公司股东净利润 1.22 亿元，EPS 为 0.3 元，其中四季度单季盈利 0.56 亿元，EPS 为 0.18 元。同时，公司经董事会审议通过的利润分配预案，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.60 元(含税)；
- **多因素导致公司业绩明显下滑：**公司主营产品为变形高温合金、铸造高温合金及新型高温合金，2016 年分别实现营业收入 3.41 亿元、2.27 亿元、1.11 亿元，同比变化 14.48%、-20.57%以及-10.71%；报告期内，虽然公司实现高温合金产品销售 9360 吨，同比上升 23.13%，但据此折算公司吨产品毛利为 9938 元/吨，同比下降 38.2%。公司盈利缩水系市场竞争加剧：一方面，细分市场供需格局恶化导致产品价格下滑明显，单品毛利出现萎缩；另一方面，公司折旧和人工成本攀升对公司盈利改善也构成一定阻碍。从目前情况而言，由于高温合金产品生产周期长，导致资金投入大，资产周转慢。公司下游客户回款困难，造成公司产成品暂缓发货或发货后推迟验收的情况增多，对公司正常经营产生较大影响；
- **明星产品创收，多技术获突破：**公司作为高温合金产品的龙头企业，是国内航空航天用高温合金重要生产基地。2016 年变形高温合金涡轮盘锻件产量创新高、创收增幅达 14.5%，市场占有率稳步提高；另外，公司河北德凯项目在困难轻质合金铸件中取得突破；耐蚀合金在核电领域取得较大进展，实现了从核电用镍基合金锻件到丝材的跨越；并获得 ODS 合金产品独家供货权；
- **高温合金市场前景广阔：**目前我国高温合金材料年生产量约 1 万吨，但需求却达 2 万吨以上，市场容量超过 80 亿元。公司 60%以上的产品面向航空航天、发电领域使用的高端和新型高温合金，每年需求量在 3000 余吨，且在在其他装备如燃气轮机、核电设备等市场带动下，每年呈 15%以上的速度增长，行业景气程度长期向好。“十三五”明确扶植航空航天产业，提出发展自主航空航天产业，将提高国产化率作为国家安全战略的重要部分；公司作为国家航空航天领域重点合作对象，随着国家研发投入的增加和公司重型火箭等高端设备研发的逐步深入和扩容，公司将迎来更大的发展机遇；
- **投资建议：**未来在“两机专项”等一系列产业优惠政策扶持下，以高温合金为代表的航空航天新材料市场空间将有望获得持续突破。公司作为我国高温合金

领域技术水平最为先进、生产种类最为齐全的企业之一，细分市场龙头地位叠加行业极高的进入壁垒，行业需求爆发将驱动公司业绩驶入快速增长轨道。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.34 元、0.39 元以及 0.43 元，维持“增持”评级；

- **风险提示：**下游客户回款问题继续恶化；价格战导致产品毛利继续下滑。

图表 1: 三张报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	617	710	681	791	891	912
增长率	18.63%	15.1%	-4.0%	16.1%	12.6%	2.4%
营业成本	-436	-484	-481	-537	-603	-605
% 销售收入	70.8%	68.1%	70.6%	67.9%	67.7%	66.3%
毛利	180	226	200	254	288	307
% 销售收入	29.2%	31.9%	29.4%	32.1%	32.3%	33.7%
营业税金及附加	-2	-4	-6	-5	-6	-6
% 销售收入	0.4%	0.6%	0.9%	0.6%	0.7%	0.7%
营业费用	-4	-5	-5	-5	-6	-6
% 销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用	-64	-75	-76	-85	-96	-99
% 销售收入	10.3%	10.5%	11.2%	10.8%	10.8%	10.8%
息税前利润 (EBIT)	110	142	113	158	180	196
% 销售收入	17.8%	20.1%	16.5%	20.0%	20.2%	21.5%
财务费用	5	1	-1	1	2	3
% 销售收入	-0.8%	-0.2%	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-2	-3	-7	-2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.2%	0.9%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	112	141	106	157	182	199
营业利润率	18.2%	19.8%	15.6%	19.9%	20.4%	21.9%
营业外收支	16	3	-1	5	4	4
税前利润	128	143	105	162	186	203
利润率	20.7%	20.2%	15.4%	20.5%	20.9%	22.3%
所得税	-18	-17	-12	-20	-23	-25
所得税率	14.1%	12.1%	11.0%	12.3%	12.1%	12.1%
净利润	110	126	93	142	164	179
少数股东损益	-1	2	-3	-1	-1	-2
归属于母公司的净利润	110	124	96	143	165	180
净利率	17.9%	17.5%	14.1%	18.1%	18.5%	19.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	110	126	93	142	164	179
少数股东损益	0	0	0	-1	-1	-2
非现金支出	25	39	47	40	39	40
非经营收益	0	1	10	-4	-4	-4
营运资金变动	-132	-161	-138	30	-100	-11
经营活动现金净流	2	4	12	206	98	202
资本开支	125	105	53	-5	-15	-11
投资	0	-3	-1	0	0	0
其他	0	0	8	0	0	0
投资活动现金净流	-125	-108	-47	5	16	12
股权募资	16	88	41	0	0	0
债权募资	10	4	5	-5	-3	-1
其他	-34	-52	6	-1	-26	0
筹资活动现金净流	-8	40	53	-6	-29	-1
现金净流量	-131	-64	18	206	85	213

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	211	148	175	382	468	682
应收款项	400	497	578	593	679	691
存货	213	266	384	330	383	380
其他流动资产	19	29	41	40	45	44
流动资产	843	940	1,178	1,345	1,575	1,798
% 总资产	58.5%	60.0%	65.7%	69.9%	74.9%	78.9%
长期投资	15	15	15	15	15	15
固定资产	464	515	503	476	441	406
% 总资产	32.2%	32.9%	28.1%	24.8%	21.0%	17.8%
无形资产	65	70	50	39	24	12
非流动资产	598	627	616	578	528	481
% 总资产	41.5%	40.0%	34.3%	30.1%	25.1%	21.1%
资产总计	1,441	1,567	1,794	1,923	2,103	2,279
短期借款	10	14	11	6	3	2
应付款项	191	151	257	244	287	284
其他流动负债	20	23	16	46	22	23
流动负债	221	189	284	296	312	309
长期贷款	0	0	8	8	8	8
其他长期负债	88	84	102	102	102	102
负债	309	272	394	406	422	419
普通股股东权益	1,098	1,200	1,300	1,417	1,582	1,763
少数股东权益	34	94	101	100	99	97
负债股东权益合计	1,441	1,567	1,794	1,923	2,103	2,279

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.347	0.388	0.229	0.340	0.393	0.430
每股净资产(元)	3.453	3.747	3.097	3.377	3.770	4.200
每股经营现金净流(元)	0.007	0.013	0.029	0.493	0.236	0.486
每股股利(元)	0.000	0.000	0.060	0.060	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.04%	10.35%	7.38%	10.08%	10.43%	10.23%
总资产收益率	7.65%	7.93%	5.35%	7.43%	7.84%	7.91%
投入资本收益率	10.28%	10.94%	8.16%	12.25%	13.05%	14.69%
增长率						
营业总收入增长率	18.63%	15.09%	-3.97%	16.08%	12.64%	2.36%
EBIT增长率	36.98%	29.93%	-20.85%	40.56%	13.38%	9.06%
净利润增长率	27.16%	12.80%	-22.79%	48.85%	15.49%	9.27%
总资产增长率	13.44%	8.74%	14.50%	7.19%	9.35%	8.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	78.6	86.9	120.7	109.4	113.2	111.9
存货周转天数	142.3	180.8	246.4	224.5	231.8	229.4
应付账款周转天数	77.5	46.9	48.0	47.6	47.8	47.7
固定资产周转天数	175.2	228.0	254.9	220.4	190.3	179.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.75%	-10.37%	-11.14%	-24.24%	-27.17%	-36.14%
EBIT利息保障倍数	-22.5	-130.6	147.7	-205.6	-74.5	-63.2
资产负债率	21.47%	17.38%	21.95%	21.12%	20.08%	18.40%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。