

机械基础件

署名人: 杨国萍

S0960511020011

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12个月目标价: 20.00元

当前股价: 16.81元

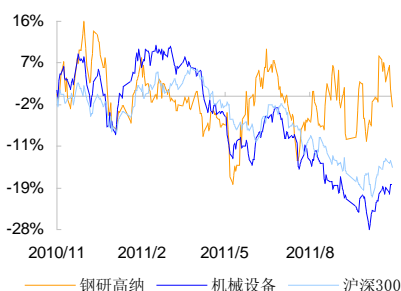
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2416.56
总股本(百万)	212
流通股本(百万)	99
流通市值(亿)	17
EPS	0.39
每股净资产(元)	7.18
资产负债率	5.33%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
钢研高纳	-5.30	5.26	2.38
机械设备	-1.62	-12.64	-19.90
沪深300指数	-2.27	-9.69	-16.35



相关报告

钢研高纳-高端领域产能扩张强化行业龙头优势、民用领域的开拓打开更大的盈利空间
2010-12-27

钢研高纳

300034

推荐

订单饱满、募投项目取得实质进展、公司快速发展可期

我们近日调研了钢研高纳,通过调研我们了解到,公司 IPO 募集资金项目已取得实质性进展、进入较为稳定正常的建设期,这些项目将在 2012 年年底和 2013 年年底左右陆续投产。目前,公司所处行业下游需求增长快速、公司订单饱满,唯一面临的问题就是产能不足的问题,随着公司项目的实质进展,公司规模快速扩大和业绩快速增长可期。

投资要点:

- 公司 IPO 募投项目取得实质进展,产能释放可期。由于用地原因,公司 IPO 五个投资项目的建设明显滞后于预期,基于用地问题的实质解决,公司目前项目实施地点基本确定、5 个募投项目进入紧张的建设期,其中航空航天用粉末及变形高温合金材料项目与航空航天用钛铝合金项目预计 2012 年年底左右投产;另外 3 个项目预计在 2013 年年底左右投产。在公司下游需求未来增长快速、公司订单饱满的情况下,公司募投项目的实质进展,使得公司规模迅速提升、业绩大幅增长可期。
- 公司募投项目强化高端市场优势地位,同时进入更广阔的民用市场。公司 IPO 募投项目新增产能主要针对航空航天等高端市场,产品类别也覆盖了现有熔炼、铸造、变形和新型高温合金等各类产品,进一步强化公司在航空航天等高端领域的优势地位;同时募投项目、尤其新型高温固体自润滑材料及制品项目则针对性非常强的对准市场空间更为广阔的民用市场,为公司进入民用市场奠定更坚实的基础。
- 高温合金材料在国内具有非常大的市场空间。首先,静态的看,作为制造大型发动机重要材料的高温合金,国际市场上每年消费高温合金材料近 30 万吨,我国目前高温合金材料年生产量约 1 万吨左右,每年需求可达 2 万吨以上,市场容量超过 80 亿元;动态的来看,高温合金材料属于易耗品,目前主流的大型燃气轮机用高温合金材料寿命大概 1 万小时左右,而战斗机发动机用材料寿命则更短,因此,高温合金材料还存在一个巨大的持续更新换代的空间。最后,不论存量还是新增需求量,我国目前很多领域高温合金需求仍主要以进口,进口替代空间非常大,而进口替代空间则有利于高岩高纳这样有技术优势等各方面有长期积累的优势企业。
- 换个角度看,我国高温合金市场未来几年需求同样有望出现爆发性增长:1、我国自主航空航天发动机的研制和量产;2、上海电气、东方电气、哈尔滨汽轮机厂等大型发电设备制造集团在生产规模扩张和技术进一步突破;3、新一代发电装备——大型地面燃机(也可作舰船动力)的研制和进一步国产化;4、核电设备的国产化。这几个方面都将显著增加对高端高温合金材料的需求。
- 给与公推荐的投资评级。我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.27、0.32 和 0.50 元,公司业绩更快速增长应该在 2013 年公司所有投资项目投产之后,考虑到公司下游市场空间巨大、公司自身在行业具有明显的优势和项目投产后公司规模和业绩快速增长的确定性,我们认为公司值得长期关注,给与推荐的投资评级。

风险提示:建设项目继续大幅低于预期。

主要财务指标

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	331	372	427	680
收入同比(%)	14%	13%	15%	59%
归属母公司净利润	46	57	68	106
净利润同比(%)	28%	23%	18%	56%
毛利率(%)	25.1%	25.7%	25.9%	25.6%
ROE(%)	5.5%	6.4%	7.0%	9.9%
每股收益(元)	0.22	0.27	0.32	0.50
P/E	76.72	62.26	52.63	33.74
P/B	4.21	3.99	3.71	3.34
EV/EBITDA	55	46	32	20

2、 高端产品具有强的市场竞争力和高的市场占有率

钢研高纳产品定位在高端和新型高温合金领域,面向的客户也是以航空航天发动机装备制造企业和大型的发电设备企业集团为主,同时也向冶金、化工、玻璃制造等领域的企业销售用于高温环境下的热端部件。公司与这些大型企业建立了长期稳定的业务合作关系。

主要产品具体有:面向航空航天的高温母合金、发动机精铸件、航空发动机盘锻件等;面向发电设备制造领域的汽轮机涡轮盘、防护片等;面向石油、化工、纺织、冶金等领域的高温合金精铸件、自润滑轴承、切断刀等。公司这些产品在相应的领域具有很强的市场竞争力和很高的市场占有率。

表 1 公司主要产品下游客户及市场占有率情况

产品系列	产品	市场占有率情况	产品销售对象
铸造高温合金	高温母合金	航空航天发动机用高温母合金市场占有率>30%	沈阳黎明、航空动力、南方动力、东方电气、中国航天科技集团公司等
	精铸件	航天发动机精铸件市场占有率>90%	
变形高温合金	板材、棒材、涡轮盘	特种变形高温合金板材、棒材和涡轮盘锻件的市场占有率>30%	沈阳黎明、航空动力、贵航集团、上海电气、哈尔滨汽轮机厂等
	汽轮机叶片防护片	市场占有率100%	
新型高温合金	粉末高温合金、ODS合金等	ODS合金市场占有率100%,粉末高温合金市场占有率60%	航空动力、沈阳黎明等

资料来源:公司资料

3、 强大的技术实力和自主研发能力

钢研高纳是在原钢研院高温所基础上设立的。该所创建于1956年,主要从事航天、航空发动机用高温合金材料及部件生产技术的研发开发工作,是我国高温合金材料重要的研发阵地。公司设立时承继了该所的资产、人员和技术等,并在高温材料研究所的研发基础上,进行了产业化,已经开发出适用于各个领域需求的高温合金系列产品,将技术优势转化为产业优势。

在行业地位方面,公司是国内重要的高温合金专业化研发生产企业,在国内高温合金材料领域有着较高的行业位阶,特别是在行业标准制订方面,公司一直组织参与国内高温合金材料标准制订,多个牌号的高温合金材料行业标准由公司技术专家起草。

在质量控制方面,公司目前执行的产品标准102个,其中,国标27个、行标3个、外部企业标准18个、外国(主要是美国)标准20个、公司标准34个。为保证生产出高质量的产品,公司设立制定了严格的产品质量标准,健全和完善的质量管理体系,并通过了ISO9001认证。

4、 募投项目的建设强化航空市场的优势、大幅提升产品盈利能力;同时逐步走向民用市场,开拓更广阔的发展空间

公司 IPO 募集资金投资项目将全面提升公司熔铸、变形和新型高温合金产能，进一步强化公司在航空航天领域的行业领先地位、将大幅提升公司盈利能力。

同时，公司新型高温固体自润滑符合材料及制品项目市场面向的主要是民用市场，我们认为，该项目是公司走向空间更广阔的民用市场的一个信号，公司本次募投项目仍是强化优势领域为主，未来不排除公司将发展重点放在民用领域，这将为公司带来更大的市场需求空间和盈利空间。

表 2 公司 IPO 基本情况

发行量	3000 万股
发行价格	19.53 元/股
募集资金净额	55015 万元

资料来源：公司公告

表 3 公司 IPO 项目基本情况 (万元)

募集资金运用	总投资	募集资金投入	产能	建设周期	收入	利润总额	净利润
1、铸造高温合金品质精铸件项目(永丰)	15303	15303		2013 年底	11610	4359	3705
2、真空水平连铸高温合金母合金项目	23880	16682		2013 年底	24100	5438	4622
3、航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目项目基本情况	9995	9995		2012 年底			
发动机用直接热等静压涡轮盘、鼓筒轴等			30套		6000		
发动机用直接热等静压涡轮盘、封严盘			20套		1400		
发动机用前后挡板			270个		1350	1996	1697
航空发动机变形高温合金涡轮盘			525个		7875		
航天发动机用小涡轮盘			325个		650		
4、航空航天用钛铝金属材料制品项目	6447	6447		2012年底			
钛铝系金属间化合物变形型材制品			20吨		3700		
钛铝系金属间化合物精铸件制品			10吨		3000	1309	1112
5、新型高温固体自润滑符合材料及制品	6588	6588	1200吨	2013年底			
12000 套高温自润滑轴承和 7000 套新型固体自润滑密封材料的能力					7600	1231	1046
合计	62213	55015			67285	14333	12183

资料来源：公司公告、中投证券研究所

5、 所处行业未来 5 年快速发展

高温合金材料属于航空航天材料中的重要成员，是制造航空航天发动机的重要材料。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。高温合金

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。

高温合金一般以铁、镍、钴为基，能在大约 600℃ 以上的高温下抗氧化或腐蚀，并能在一定应力作用下长期工作的一类合金。高温合金在材料工业中主要是为航空航天产业服务，但由于其优良的耐高温、耐腐蚀、抗疲劳等性能，已经应用到电力、汽车、冶金、玻璃制造、原子能等工业领域，从而大大扩展了对高温合金的需求。

目前，国际市场上每年消费高温合金材料近 30 万吨，被广泛应用于各个领域。我国目前高温合金材料年生产量约 1 万吨左右，每年需求可达 2 万吨以上，市场容量超过 80 亿元。我国在高温合金技术水平与生产规模方面，与美国、俄罗斯等国仍有着较大差距。随着我国发展自主研发的更高性能航空航天发动机，高温合金材料在供应上存在无法满足应用需求的情况，还需要我国高温合金企业着力提高研发能力和装备水平，提高供应更高性能高温合金材料的实力。

目前公司主要面向的市场为航空航天、发电领域使用的高端和新型高温合金，该领域市场的高温合金需求量在 3000 余吨，且每年呈 15% 以上的速度增长。（数据来源：中国金属学会高温材料分会）。

我国当前正在大力发展自主创新的航空航天产业，必然要在政策上支持国内航空航天材料企业的发展，鼓励这些企业研制和开发符合我国航空航天飞行器特点的新型材料。高温合金是制造航空航天发动机热端部件的关键材料，公司作为国内高端和新型高温合金主要生产厂商，将是政策导向的受益者。

高端和新型高温合金需求增加主要来自于几个方面：1、我国发展自主航空航天产业研制先进发动机，将带来市场对高端和新型高温合金的需求增加。2、我国上海电气、东方电气、哈尔滨汽轮机厂等大型发电设备制造集团在生产规模和生产技术等方面近年来有了较大提高，拉动了对发电设备用的涡轮盘的需求。3、正在进行国产化研制的新一代发电装备——大型地面燃机（也可作舰船动力）取得了显著进展，实现量产后将带动对高温合金的需求。4、核电设备的国产化，也将拉动对国产高温合金的需求。

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	816	864	740	719
现金	675	567	425	214
应收账款	40	93	103	165
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	6	42	47	76
存货	36	69	79	127
其他流动资产	59	93	85	136
非流动资产	78	285	461	638
长期投资	0	0	0	0
固定资产	58	206	368	533
无形资产	11	11	11	11
其他非流动资产	9	69	82	95
资产总计	893	1150	1201	1357
流动负债	47	256	240	290
短期借款	0	150	150	150
应付账款	23	11	13	20
其他流动负债	24	95	77	119
非流动负债	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	0	0	0
负债合计	48	256	240	290
少数股东权益	0	0	0	0
股本	118	212	212	212
资本公积	561	467	467	467
留存收益	167	215	283	388
归属母公司股东权益	846	894	961	1067
负债和股东权益	893	1150	1201	1357

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	39	-59	52	-12
净利润	46	57	68	106
折旧摊销	5	7	15	24
财务费用	-4	-11	-5	-1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-12	-95	-38	-140
其他经营现金流	4	-17	13	-0
投资活动现金流	-7	-200	-200	-200
资本支出	7	200	200	200
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流	-8	152	5	1
短期借款	0	150	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	94	0	0
资本公积增加	2	-94	0	0
其他筹资现金流	-10	2	5	1
现金净增加额	25	-108	-142	-211

利润表				
会计年度	2010	2011	2012	2013
营业收入	331	372	427	680
营业成本	248	277	316	506
营业税金及附加	2	1	1	2
营业费用	1	1	1	1
管理费用	33	37	34	48
财务费用	-4	-11	-5	-1
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	52	67	80	124
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	54	67	80	124
所得税	7	10	12	19
净利润	46	57	68	106
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	46	57	68	106
EBITDA	52	63	90	147
EPS (元)	0.39	0.27	0.32	0.50

主要财务比率				
会计年度	2010	2011	2012	2013
成长能力				
营业收入	13.6	12.7	14.7	59.3
营业利润	22.2	29.8	18.3	56.0
归属于母公司净利润	27.7	23.2	18.3	56.0
获利能力				
毛利率(%)	25.1	25.7	25.9	25.6
净利率(%)	14.0	15.4	15.9	15.5
ROE(%)	5.5%	6.4%	7.0%	9.9%
ROIC(%)	24.0	10.4	9.3%	10.5
偿债能力				
资产负债率(%)	5.3%	22.3	20.0	21.4
净负债比率(%)	0.00	58.55	62.55	51.77
流动比率	17.34	3.37	3.09	2.48
速动比率	16.58	3.10	2.76	2.04
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.36	0.36	0.53
应收账款周转率	7	5	4	5
应付账款周转率	16.46	16.19	26.67	30.77
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.27	0.32	0.50
每股经营现金流(最新)	0.18	-0.28	0.25	-0.06
每股净资产(最新摊薄)	3.99	4.22	4.53	5.03
估值比率				
P/E	76.72	62.26	52.63	33.74
P/B	4.21	3.99	3.71	3.34
EV/EBITDA	55	46	32	20

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

2010-12-27	钢研高纳-高端领域产能扩张强化行业龙头优势、民用领域的开拓打开更大的盈利空间
------------	--

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。
杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

北京市	上海市	深圳市
北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711