

2011年12月06日

普通机械

证券研究报告--公司评级报告

收盘价(元): 14.80

目标价(元):

钢研高纳(300034)

期待搭乘新材料的“高速列车”

投资评级: A--持有(首评)

能源材料组: 余宝山

执业证书编号: S0890510120006

电话: 021-50122225

邮箱: yubaoshan@yahoo.com.cn

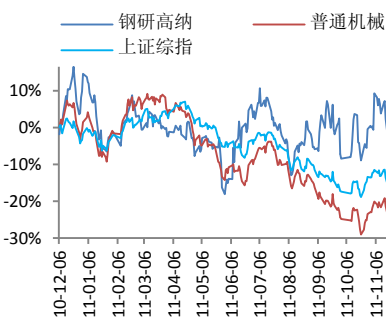
联系人: 毛雪梅

电话: 021-50122432

公司基本数据

总股本(万股)	21198.82
流通A股/B股(万股)	9934.02/0.00
资产负债率(%)	4.94
每股净资产(元)	4.14
市净率(倍)	3.57
净资产收益率(加权)	4.88
12个月内最高/最低价	36.88/13.98

股价走势图



相关研究报告

◎事项:

我们近日对钢研高纳作了实地调研。公司 IPO 三个募集资金项目以及两个超募资金项目的后续建设将加快, 预计明年后将陆续投产, 2013 年将开始全部集中释放。公司目前产能不能满足订单的需求, 期待各个项目的投产后对业绩的贡献。总体上公司已步入良性发展阶段。

◎主要观点:

◆ **经营效益期待募投项目来提升。**公司上市后由于募集资金投资项目没有投产而未产生效益, 公司利润增长未与净资产增长保持同步, 净资产收益率出现下滑。公司自上市后至今基本依托原来生产线经营, 业务稳步增长。随着募投项目的陆续投产, 经营效益大幅提升可期。

◆ **产品结构优化 高端产品扩张。**铸造高温合金是公司目前业务稳定且规模化生产的品种, 变形高温合金制品目前公司生产规模较小, 产能已经饱和。新型高温合金制品目前以粉末高温合金和 ODS 合金为主导。变形高温合金涡轮盘产品和新型高温合金中的粉末高温合金拟用上市募集资金扩大产能。金属间化合物和高温金属基自润滑轴承拟用募集资金实现规模化生产。

◆ **市场需求前景向好 “十二五”政策给力** 公司专业从事高温合金材料的研发、生产和销售业务, 产品主要面向的市场为航空航天(占 60%)、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 4200 余吨, 且每年呈 15% 以上的速度增长, 公司目前产能总体在 1200 吨左右, 难以满足市场增长所需。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。公司积极拓展航空航天以外领域的需求, 如地面燃机、玻璃制造、冶金等领域。通过新型高温固体自润滑复合材料及制品的募集资金项目实施, 积极开拓高温金属基自润滑轴承等市场。

◆ **盈利预测及评级** 我们预计公司 11-13 的 EPS 为 0.30、0.38、0.52 元, 对应动态 PE 约为 53、37、30 倍, 我们认为公司募投项目投产将带来的业绩爆发性增长、金属新材料的战略新兴产业规划等因素期待高估值, 但基于宏观环境和货币政策的紧缩风险, 首次给予“持有”评级。

	2009A	2010A	2011Q3	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	291.20	330.66	72.82	347.19	409.69	532.60
同比增速(%)	3.30	13.55	-20.62	5.00	18.00	30.00
净利润(百万)	36.36	46.45	13.23	59.24	85.09	105.57
同比增速(%)	16.24	27.75	-12.66	27.54	43.63	24.08
毛利率(%)	23.69	25.10	27.00	26.30	26.50	26.80
每股盈利(元)	0.31	0.39	0.06	0.28	0.40	0.50
ROE(%)	4.51	5.49	1.51	6.61	8.80	10.01
PE(倍)	25.14	161.57		52.96	36.87	29.72

正文目录

1. 立足三大产品稳步发展	3
2. 高温合金材料市场需求看好	5
3. 募投项目产品陆续投产 或将步入业绩爆发期	6

图表目录

图 1 公司产品系列示意图	3
图 2 历年分产品营收（元）	4
图 3 历年分产品营利（元）	4
图 4 分产品营收结构（2011 年中报）	4
图 5 分产品营利贡献结构（2011 年中报）	4
图 6 历年综合毛利率及分产品毛利率	5
图 7 历年综合毛利率和净利率逐步提升	5
表 1 公司主要产品及市场地位	3
表 2 公司募投项目建设进度	6
表 3 公司基本募投项目细分产品经营预测（金额：万元）	6

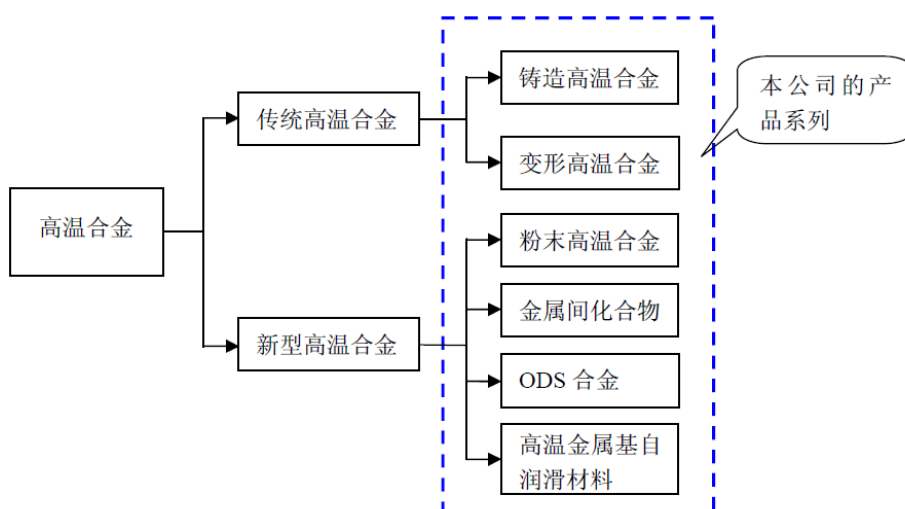
（本报告共有图 7 张，表 3 张）

1.立足三大产品稳步发展

公司为国务院国资委下属的重点大型企业，主要从事航空航天、发电领域使用的高端和新型高温合金的研发、生产和销售，是国内航空航天用高温合金重要的生产基地，目前具有生产国内 80%以上牌号的高温合金的技术和能力，产品涵盖铸造高温合金、变形高温合金和新型高温合金三大细分领域，是国内高端和新型高温合金制品生产规模最大的企业之一，多个细分产品占据市场主导地位。

公司产品种类齐全，目前已包括铸造高温合金、变形高温合金和新型高温合金，产能分别为 920 吨、150 吨和 15 吨。公司产品质量领先，在航天发动机精铸件领域市场占有率 90%以上，在汽轮机叶片防护片司太立合金及 ODS 合金等高端产品方面为国内独家生产。目前，铸造高温合金为公司主要收入和利润来源，贡献占比 50%以上。

图 1 公司产品系列示意图



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

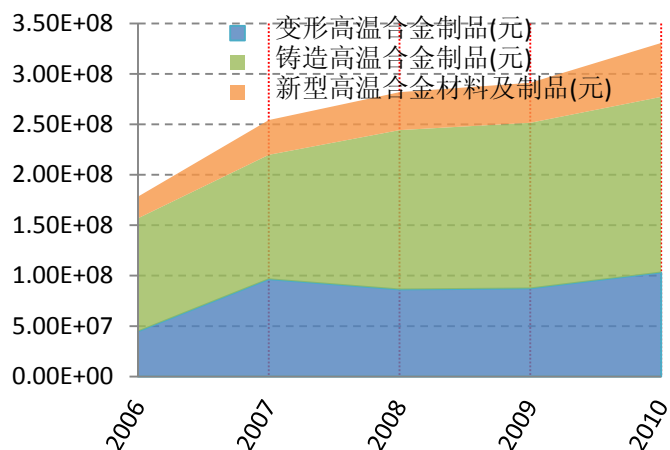
主要产品具体有：面向航空航天的高温母合金、发动机精铸件、航空发动机盘锻件等；面向发电设备制造领域的汽轮机涡轮盘、防护片等；面向石油、化工、纺织、冶金等领域的高温合金精铸件、自润滑轴承、切断刀等。

表 1 公司主要产品及市场地位

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

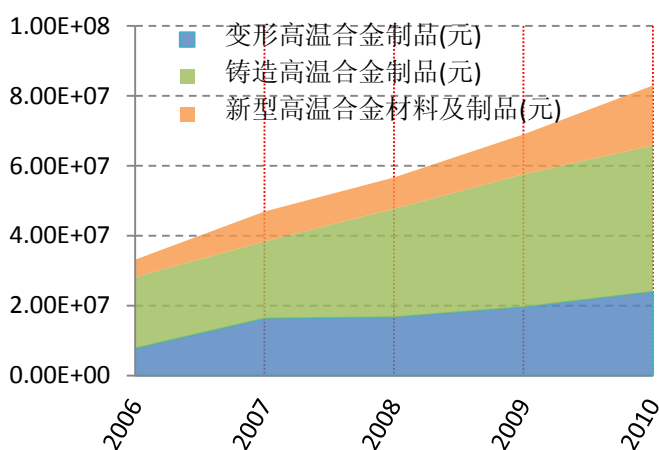
资料来源：公司公告，华宝证券研究所

图2 历年分产品营收(元)



资料来源: 公司公告, 华宝证券研究所

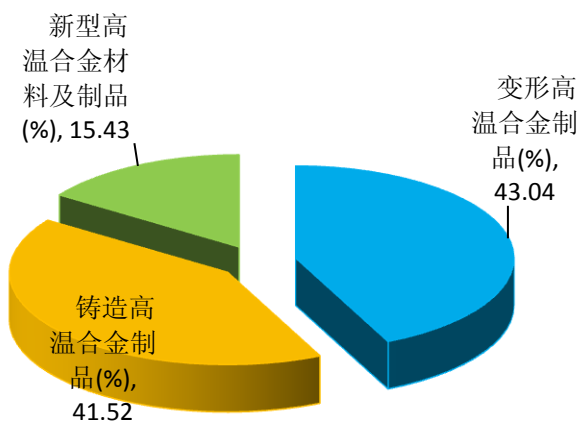
图3 历年分产品营利(元)



资料来源: 公司公告, 华宝证券研究所

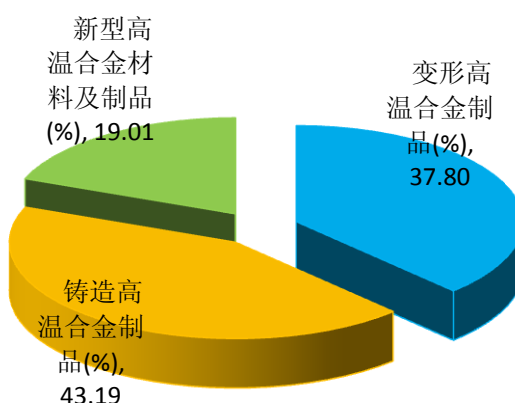
铸造高温合金是公司目前业务稳定且规模化生产的品种, 近年营收及营利呈现上升趋势。变形高温合金制品目前公司生产规模较小, 产能已经饱和。新型高温合金制品目前以粉末高温合金和 ODS 合金为主导。变形高温合金涡轮盘产品和新型高温合金中的粉末高温合金拟用上市募集资金扩大产能。金属间化合物和高温金属基自润滑轴承拟用募集资金实现规模化生产。

图4 分产品营收结构(2011年中报)



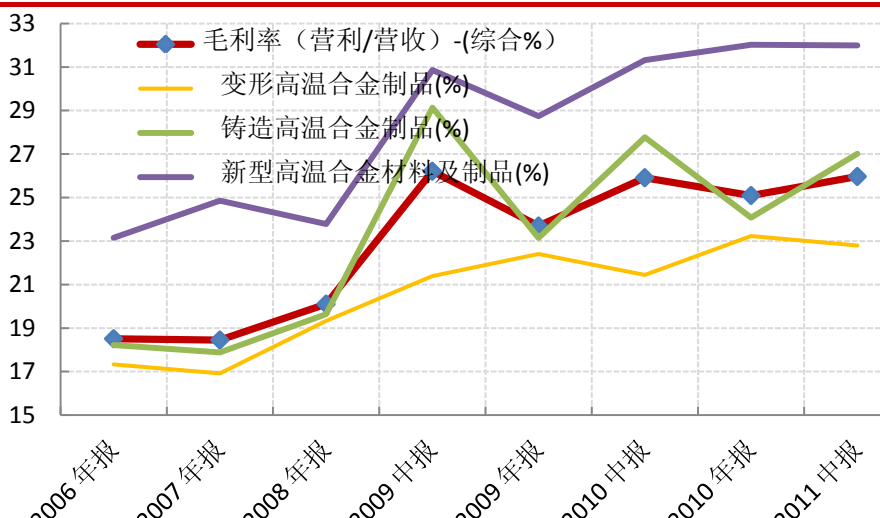
资料来源: 公司公告, 华宝证券研究所

图5 分产品营利贡献结构(2011年中报)



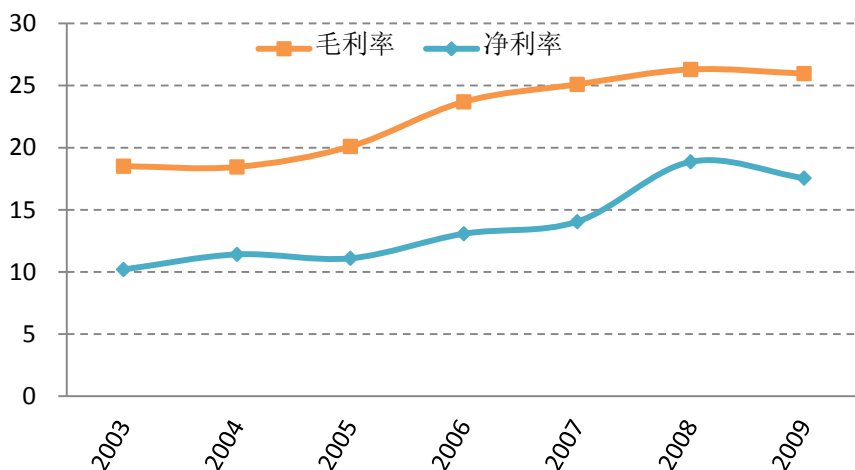
资料来源: 公司公告, 华宝证券研究所

图 6 历年综合毛利率及分产品毛利率



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

图 7 历年综合毛利率和净利率逐步提升



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

2. 高温合金材料市场需求看好

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。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制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 4200 余吨，且每年呈 15% 以上的速度增长。

3.募投项目产品陆续投产 或将步入业绩爆发期

在项目实际实施过程中，受落实建设用地程序复杂、厂房购置和基建延误等因素影响上市募投项目建设进度受到拖延。公司目前对三个募集资金项目的实施进度进行了调整，并对超募资金项目重新做了规划，调整后五大募投项目建设进度如下：

表 2 公司募投项目建设进度

项目名称	总投资(万元)	项目达到预定可使用状态日期	收入(万元)	利润总额(万元)
航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目	9995	2012年12月31日	17275	1996
航空航天用钛铝金属材料制品项目	6588	2012年12月31日	6700	1309
新型高温固体自润滑复合材料及制品项目	6447	2013年12月31日	7600	1231
铸造高温合金高品质精铸件项目	13695	2013年12月31日	11610	4358
真空水平连铸高温合金母合金项目	22395	2013年12月31日	24100	5462

资料来源：公司公告，华宝证券研究所 注：黄色底纹为超募资金投资项目，公司所得税为 15%。

其中基本募集资金项目具体产品如下：

表 3 公司基本募投项目细分产品经营预测（金额：万元）

项目	产品名称	年产能	单价	收入	收入合计	利润
航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目	发动机用直接热等静压涡轮盘、鼓筒轴等 9 种部件	30 套	200 万元/套	6000	17275	1996
	发动机用直接热等静压涡轮盘、封严盘	20 套	70 万元/套	1400		
	发动机用前后挡板	270 个	5 万元/个	1350		
	航空发动机变形高温合金涡轮盘	525 个	15 万元/个	7875		
	航天发动机用小涡轮盘	325 个	2 万元/个	650		
航空航天用钛铝金属材料制品项目	钛铝系金属间化合物变形型材制品	20 吨	185 万元/吨	3700	6700	1308.66
	钛铝系金属间化合物精铸件制品	10吨	300万元/吨	3000		
新型高温固体自润滑复合材料及制品项目	高温自润滑轴承	12000 套			7600	1231
	新型固体自润滑密封材料	7000 套				

资料来源：公司公告，华宝证券研究所

各募投项目计划进度如下：

● 航空航天用粉末及变形高温金属材料及制品项目

本项目实施地点位于河北省涿州市经济技术开发区，目前，本项目河北涿州高温材料厂房正在建设之中，由于受雨季等因素影响，工期造成一定延误，预计 2012 年上半年完成厂房建设，同时，由于本项目关键设备为公司和设备厂家联合开发的国内首台自主研发

设备，设备制造调试周期长，对项目实施进度造成一定影响，预计 2012 年 12 月 31 日前建成投产。

● 航空航天用钛铝金属材料制品项目

为加快项目实施进度，本项目采取购置和改造中国钢研科技集团有限公司北京中关村永丰高新技术产业基地 4# 厂房进行实施本项目。由于本项目设备制造周期长，设备基础和水电等配套条件厂房改造要求复杂，因此影响了项目的实施进度。目前本项目正在进行厂房改造和设备进场工作，预计 2012 年 12 月 31 日前建成投产。

● 新型高温固体自润滑复合材料及制品项目

由于在航空航天用粉末及变形金属材料及制品项目实际实施过程中，用地需求增大，造成原计划用以实施本项目的建设用地用于实施建设航空航天用粉末及变形金属材料及制品项目，造成本项目建设用地不足。因此，公司计划在河北涿州经济技术开发区新购置土地实施本项目，同时，为加快项目实施进度，本项目已在河北涿州租赁厂房进行先期建设，厂房租金由公司自筹解决，未使用募集资金。目前，本项目厂房的设计工作正在进行，由于土地购置程序繁琐，对施工进度造成一定影响，因此项目实施进度拟调整为 2013 年 12 月 31 日前建成投产。

两个超募资金项目：

铸造高温合金高品质精铸件项目总投资 13695 万元，全部使用超募资金；真空水平连铸高温合金母合金项目总投资 22395 万元，使用超募资金 18291 万元，不足部分由公司自有资金承担；两个超募资金项目调整后使用超募资金的总额不变。

● 铸造高温合金高品质精铸件项目

原计划在北京市永丰产业园附近新购置土地进行实施，总投资 15303 万元，于 2012 年 12 月 31 日完成建成。由于拟购置的北京市永丰产业园附近土地的前期开发和拆迁进度缓慢以及购置费用增加等原因，本项目实施地点由原计划在北京市永丰产业园附近新购置土地进行实施，调整到北京市中关村永丰高新技术产业基地 I-6 地块南部公司自有土地上进行实施。

项目建成达产后，正常年实现销售收入 11610 万元，年利润总额 4358 万元，年净利润 3704 万元，税后财务内部收益率 28.77%，税后投资回收期 5.76 年。

由于本项目前期项目建设用地购置一直未能落实，延缓了项目建设的规划与报批等工作，影响了项目原计划实施进度，根据目前项目规划设计与设备采购进度情况，本项目实施进度拟由原计划 2012 年 12 月 31 日前完成建设调整为 2013 年 12 月 31 日前完成建设。

● 真空水平连铸高温合金母合金项目

原计划在北京市永丰产业园附近新购置土地进行实施，总投资 23880 万元，于 2012 年 12 月 31 日完成建设。由于拟购置的北京市永丰产业园附近土地的前期开发和拆迁进度缓慢以及购置费用增加等原因，本项目实施地点由原计划在北京市永丰产业园附近新购置土地进行实施，调整到河北省涿州市经济技术开发区新购置土地进行实施。

项目建成达产后，正常年实现销售收入 24100 万元，年利润总额 5462 万元，年净利润 4642 万元，税后财务内部收益率 22.72%，税后投资回收期 6.64 年。由于本项目前期项目建设用地购置一直未能落实，延缓了项目建设的规划与报批等工作，根据目前项目规划设计与设备采购进度情况，本项目实施进度拟由原计划 2012 年 12 月 31 日前完成建设调整为 2013 年 12 月 31 日前完成建设。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	815.57	869.53	968.41	1068.28
现金	675.15	716.55	780.16	810.36
应收账款	39.71	51.53	57.14	83.47
其它应收款	0.04	0.15	0.01	0.23
预付账款	5.97	7.00	9.13	11.29
存货	35.71	33.00	46.76	57.21
其他	58.99	61.30	75.20	105.72
非流动资产	77.88	73.81	68.40	63.26
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	58.21	61.82	61.18	60.35
无形资产	10.62	11.93	12.33	13.16
其他	9.04	0.07	-5.11	-10.25
资产总计	893.45	943.34	1036.81	1131.54
流动负债	47.05	41.27	66.26	72.41
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	23.12	1.50	30.83	8.73
其他	23.93	39.77	35.43	63.68
非流动负债	0.58	6.42	3.50	4.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.58	6.42	3.50	4.96
负债合计	47.63	47.70	69.76	77.38
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	845.82	895.64	967.04	1054.16
负债和股东权益	893.45	943.34	1036.81	1131.54

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	42.53	29.36	58.26	25.61
净利润	46.45	59.24	85.09	105.57
折旧摊销	4.90	4.47	4.73	5.00
财务费用	-4.43	-16.02	-21.28	-21.44
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-4.39	-18.33	-10.28	-63.52
其它	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-3.14	-0.40	0.68	0.14
资本支出	9.92	-9.91	-2.49	-6.60
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.78	-10.31	-1.81	-6.46
筹资活动现金流	-14.51	12.44	4.67	4.45
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-14.51	12.44	4.67	4.45
现金净增加额	24.88	41.40	63.61	30.20

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	330.66	347.19	409.69	532.60
营业成本	247.68	255.88	301.12	389.86
营业税金及附加	1.76	2.08	2.31	3.10
营业费用	0.80	1.22	1.23	1.60
管理费用	33.17	35.41	28.68	37.28
财务费用	-4.43	-16.02	-21.28	-21.44
资产减值损失	-0.21	0.67	0.27	0.69
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	51.89	67.96	97.36	121.51
营业外收入	1.99	1.02	1.50	1.26
营业外支出	0.05	0.03	0.04	0.03
利润总额	53.83	68.95	98.82	122.74
所得税	7.38	9.71	13.73	17.17
净利润	46.45	59.24	85.09	105.57
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	46.45	59.24	85.09	105.57
EBITDA	35.11	49.06	77.36	99.91
EPS (元)	0.39	0.28	0.40	0.50

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	13.55%	5.00%	18.00%	30.00%
营业利润	22.23%	30.96%	43.26%	24.81%
归属母公司净利润	27.75%	27.54%	43.63%	24.08%
获利能力				
毛利率	25.10%	26.30%	26.50%	26.80%
净利率	14.05%	17.06%	20.77%	19.82%
ROE	5.49%	6.61%	8.80%	10.01%
ROIC	3.08%	4.28%	6.47%	7.74%
偿债能力				
资产负债率	5.33%	5.06%	6.73%	6.84%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	17.34	21.07	14.62	14.75
速动比率	16.58	20.27	13.91	13.96
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.38	0.41	0.49
应收帐款周转率	7.47	7.61	7.54	7.58
应付帐款周转率	16.46	20.79	18.62	19.71
每股指标(元)				
每股收益	0.39	0.28	0.40	0.50
每股经营现金	0.20	0.14	0.27	0.12
每股净资产	7.18	4.22	4.56	4.97
估值比率				
P/E	161.57	52.96	36.87	29.72
P/B	8.87	3.50	3.24	2.98
EV/EBITDA	194.53	49.34	30.47	23.29

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010-6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。