

# 高温合金龙头 期待国产发动机量产

2011年12月22日

推荐/首次

钢研高纳

调研快报

## ——钢研高纳（300034）调研快报

林阳	有色金属行业首席分析师	执业证书编号：S1480510120003
李晨辉	lich@dxzq.net.cn 010-66554028	

### 事件：

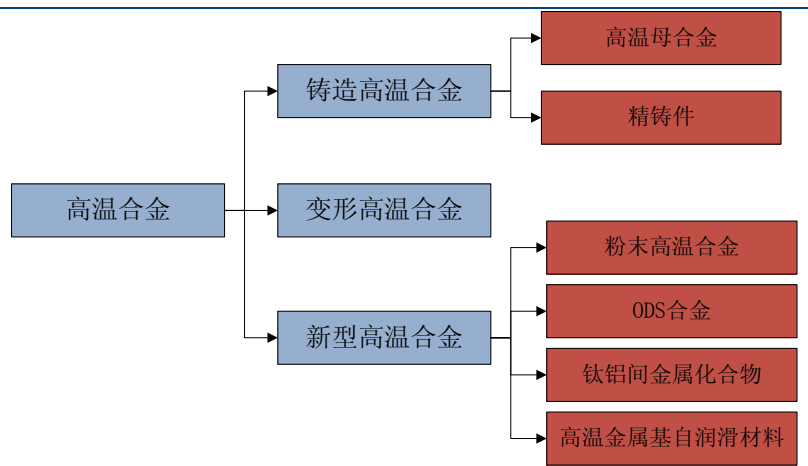
近日我对公司进行了实地调研,并对公司业务的发展情况和经营的重点与公司相关人员进行了交流。

### 观点：

#### 1. 国内高温合金龙头，产品军民两用

公司是国内高温合金生产的龙头企业,主要研发和生产应用于航空航天、发电领域的等高端领域的高温合金材料。主要产品包括三个部分: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、40吨。公司在航天发动机铸件领域市场占有率90%以上,在汽轮机叶片防护片合金以及ODS合金等高端产品方面为国内唯一生产企业。变形高温合金和铸造高温合金为公司主要收入和利润来源,2011年上半年收入贡献占比分别为43%和41%。

图 1：公司主要产品结构



资料来源：公司公告、东兴证券

公司铸造高温合金包括高温母合金和精铸件两个产品,其中高温母合金总产能920吨,其中70%为内部使用,其中精铸件占50%,变形高温合金占20%~30%;对外销售占20%~30%,对外销售的总量在200~300吨左右。精铸件方面,航天发动机领域占比30%,航空发动机领域占70%。今年航空发动机领域订单增长比较大的是贵航集团的教练机需求。

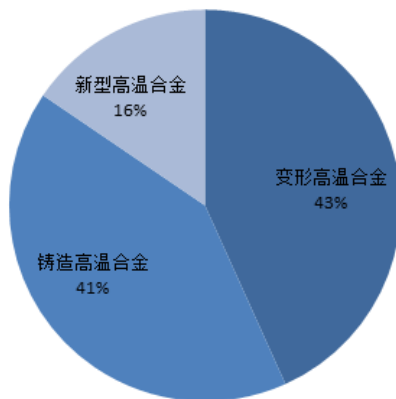
公司变形高温合金主要用于航空航天发动机热端部件和燃气轮机涡轮盘,这两部分各占50%左右。其中航空航天占的50%主要用于大型运载火箭。燃气轮机涡轮盘占50%,包括军用和民用两部分,其中军用占比20%左右,主要是海军舰船上使用的中小型燃气轮机涡轮盘;民用占30%,主要是天然气发电系统用的重型燃气轮机涡轮盘。预计海军舰船和天然气发电系统对变形高温合金的需求都将保持稳定增长。公司变形高温合金产品大部分都是通过外协加工的方式进行生产,公司可以根据实际需求,适时调整生产计划,以满足市场的需要。

表 1: 公司产品、产能、应用领域以及主要客户

产品分类	具体产品	产能 (吨)	应用领域	主要客户
铸造高温合金	高温母合金	920	军用+民用; 航空航天发动机用高温母合金	沈阳黎明、航空动力、南方动力、东方电气、中航集团等
	精铸件		航空航天发动机用精铸件	
变形高温合金	涡轮盘、板材、棒材	150	航空航天发动机用板材、棒材、天然气发电汽轮机涡轮盘、盘锻件	沈阳黎明、上海电气、航空动力、贵航集团、哈汽轮机厂等
	汽轮机叶片防护片		汽轮机叶片防护片	
新型高温合金	粉末高温合金	100	航空航天发动机用粉末高温合金	沈阳黎明、航空动力等
	ODS 合金	40		
	钛铝间金属化合物	—	航空航天、汽车增压器	—
	高温金属基自润滑材料	—	冶金、火力发电	—

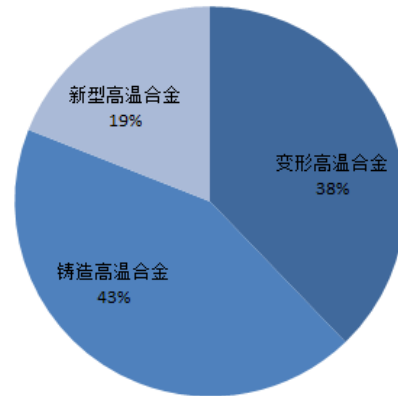
资料来源: 公司资料, 东兴证券

图 2: 2011 年上半年公司主要产品收入占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 3: 2011 年上半年公司主要产品利润占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券

## 2. 募投项目延期, 短期内难以贡献业绩

公司募投项目“航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目”、“航空航天用钛铝金属材料制品项目”以及“新型高温固体自润滑复合材料以及制品项目”在实际实施过程中, 受到落实建设用地拖延、厂房购置和基建延误等因素影响, 项目进度低于预期, 公司根据实际需求对各个项目的建设计划做出了适当调整, 具体见下表。公司募投项目和超募项目虽然应用前景看好, 但短期内难以贡献业绩。

表 2: 公司募投项目和超募项目预计进展 (单位: 万元)

项目名称	总投资	预计收入	预计利润总额	预定完成时间
航空航天用粉末及变形高温金属材料项目	9995	17275	3105.15	2012 年 12 月 31 日
航空航天用钛铝金属材料项目	6588	6700	1309	2012 年 12 月 31 日

新型高温固体自润滑复合材料以及制品项目	6447	7600	1231	2013年12月31日
<b>超募项目</b>				
铸造高温合金高品质精铸件项目	13695	11610	4358	2013年12月31日
真空水平连铸高温合金母合金项目	22395	24100	5462	2013年12月31日

资料来源：公司资料，东兴证券

### 3. 期待国产航空发动机量产

航空发动机是高温合金最重要的应用领域，在燃气涡轮发动机中，高温合金材料的用量占发动机总重量的40%以上。航空发动机的需求包括军用和民用两部分，其中民用部分的需求增长主要是国产大飞机项目，但国产大飞机对航空发动机的安全性能要求非常高，预计将从国外采购。而军用方面，未来国产三代机J10、J11将逐步配套国产航空发动机，随着国产航空发动机的逐步量产，公司将有机会参与发动机高温合金材料的配套项目。目前公司已经参与国产航空发动机项目的试产和小批量生产，未来公司有可能成为国产航空发动机耐高温材料的主要供应商之一，但短期内无法预计国产发动机何时量产，短期内业绩贡献有限。

#### 结论：

公司在国内高温合金领域具备较强的技术优势，公司主要产品在军用和民用领域的应用都稳步增长，随着公司募投项目和超募项目的逐步投产，公司业绩将稳步增长，预计公司2011年-2013年的EPS分别为：0.27元、0.35元、0.45元，对应的动态PE分别为47、37、29倍，首次给予公司“推荐”投资评级。

#### 风险提示：

- 1) 航空航天、天然气发电等领域需求大幅下滑对业绩造成的影响
- 2) 公司新增产能项目进展低于预期

**表 3：盈利预测及关键指标**

百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	330.66	378.10	438.30	590.00
(+/-)%	13.55%	14.35%	15.92%	34.61%
经营利润 (EBIT)	52.36	73.10	89.34	119.90
(+/-)%	11.95%	39.60%	22.21%	34.21%
净利润	46.45	58.58	73.47	95.59
(+/-)%	22.01%	26.12%	25.42%	30.10%
每股净收益 (元)	0.394	0.276	0.347	0.451

资料来源：东兴证券

利润表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	330.66	378.10	14.35%	438.30	15.92%	590.00	34.61%
营业成本	247.68	277.12	11.89%	320.46	15.64%	428.60	33.75%
营业费用	0.80	0.91	12.94%	1.05	15.92%	1.42	34.61%
管理费用	33.17	34.03	2.59%	34.19	0.47%	46.02	34.61%
财务费用	(4.43)	(15.09)	N/A	(17.35)	N/A	(13.73)	N/A
投资收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	51.89	79.13	52.49%	97.63	23.38%	124.57	27.60%
利润总额	53.83	81.13	50.71%	99.63	22.80%	126.57	27.04%
所得税	7.38	10.55	42.84%	12.95	22.80%	16.45	27.04%
净利润	46.45	70.58	51.96%	86.67	22.80%	110.11	27.04%
归属母公司所有者的净利润	46.45	58.58	26.12%	73.47	25.42%	95.59	30.10%
NOPLAT	40.95	55.71	36.06%	69.84	25.36%	96.43	38.07%
资产负债表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	675.15	833.59	23.47%	901.20	8.11%	1,203.60	33.55%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	39.71	44.91	13.10%	52.06	15.92%	70.07	34.61%
预付款项	5.97	11.51	92.81%	17.92	55.66%	26.50	47.83%
存货	35.71	39.48	10.55%	45.65	15.64%	61.06	33.75%
流动资产合计	815.57	997.03	22.25%	1,095.14	9.84%	1,466.63	33.92%
非流动资产	77.88	75.82	-2.65%	66.76	-11.95%	57.70	-13.57%
资产总计	893.45	1,072.85	20.08%	1,161.90	8.30%	1,524.33	31.19%
短期借款	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	243.96	N/A
应付帐款	23.12	25.05	8.39%	28.97	15.64%	38.75	33.75%
预收款项	25.56	36.90	44.39%	50.05	35.64%	67.75	35.37%
流动负债合计	47.05	63.95	35.94%	81.02	26.69%	352.46	335.03%
非流动负债	0.58	10.00	1624.14%	10.00	0.00%	10.00	0.00%
少数股东权益	0.00	12.00	N/A	25.20	110.00%	39.72	57.62%
母公司股东权益	845.82	986.90	16.68%	1,045.68	5.96%	1,122.15	7.31%
净营运资本	768.52	933.08	21.41%	1,014.12	8.69%	1,114.17	9.87%
投入资本 IC	170.67	165.31	-3.14%	169.67	2.64%	202.23	19.19%
现金流量表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	46.45	70.58	51.96%	86.67	22.80%	110.11	27.04%
折旧摊销	4.90	0.00	N/A	9.06	N/A	9.06	0.00%
净营运资金增加	29.27	164.56	462.23%	81.04	-50.75%	100.05	23.46%
经营活动产生现金流	39.05	51.44	31.73%	64.97	26.30%	63.82	-1.76%

投资活动产生现金流	(6.51)	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
融资活动产生现金流	(7.66)	107.00	N/A	2.65	-97.52%	238.57	8892.38%
现金净增(减)	24.88	158.44	536.79%	67.62	-57.32%	302.40	347.21%

## 分析师简介

---

### 林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011 年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

## 联系人简介

---

### 李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。