

高温合金材料需求明确，业绩腾飞有赖于募投项目

钢研高纳（300034）调研简报

谨慎推荐（首次）

风险评级：一般风险

2011年7月19日

投资要点：

- ◇ 1、钢研高纳是国内高温合金材料龙头
- ◇ 高温合金是制造航空航天发动机热端部件的关键材料，也是大型发电设备，如工业燃气轮机、氢气轮机、烟气轮机、火力发电机组等动力装置的核心材料。公司是国内航空航天用高温合金材料的重要生产基地，也是国内电力工业用高温合金的重要供应商，具有生产国内80%以上牌号的高温合金的技术和能力，是我国高温合金领域技术水平最为先进、生产种类最齐全的企业之一。
- ◇ 公司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。是国内生产规模最大的高端和新型高温合金制品生产企业，目前拥有年生产920吨航空航天用高温合金母合金的能力以及航天发动机用精铸件的能力，变形高温合金产能约150吨。公司在变形高温合金盘锻件和汽轮机叶片防护片等方面具有先进的生产技术，是国内唯一能生产航天发动机铸件、汽轮机叶片防护片和ODS合金的企业。随着5个募投项目的投产达产，公司的产能有望实现翻番。
- ◇ 公司大股东中国钢研是国家首批103家创新型企业试点单位之一，是我国金属新材料研发基地、冶金行业重大关键与共性技术的创新基地、国家冶金分析测试技术的权威机构，拥有国家级奖励293项、省部级科技进步奖1035项，授权专利783项。
- ◇ 2、上半年业绩增长45%-50%
- ◇ 公司1季度实现利润1371万元，同比增长51.11%。公司前期公告预计上半年盈利在2810-2910万元之间，同比增长45%-50%，折合摊薄后每股收益0.133-0.137元。按此折算，公司2季度利润在1500万元左右，环比增长约9.5%。
- ◇ 公司业绩增长的主要原因有二：一是上半年产销保持旺盛，公司销售规模继续扩大；二是募投资金产生的利息收入。具体分析，公司上半年产品订单继续保持旺盛，尤其是变形高温合金订单增幅较大；由于公司募投项目尚未实现投产，产能释放受到抑制，销售的增长主要依靠内部挖潜和工艺提升。利息收入方面，由于公司IPO募集资金大部分未投入项目建设中，导致产生较大的利息收入，预计上半年约在600万元左右。扣除利息收入，预计公司上半年经营性利润增幅在20%-30%之间。

刘卓平

SAC 执业证书编号：

S0340510120003

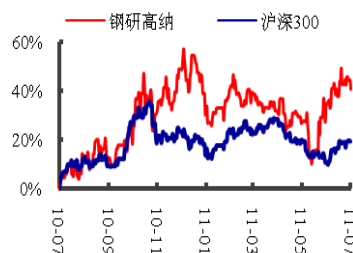
电话：0769-22119410

邮箱：lzp3@dgzq.com.cn

主要数据 2011年7月18日

收盘价(元)	17.88
总市值(亿元)	37.90
总股本(百万股)	211.99
流通股本(百万股)	99.34
ROE(TTM)	5.94%
12月最高价(元)	36.88
12月最低价(元)	13.98

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

3、高端产品市场占有率高

公司主要产品包括航空航天高温合金、发动机精铸件、航空发动机盘锻件等；发电设备中的汽轮机涡轮盘、防护片等；石油石化、冶金等领域的高温合金铸件、自润滑轴承、且短片等。市场占有率如下表：

表 1：钢研高纳主要产品及市场占有率

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、涡轮盘等	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

4、高温合金市场空间大，未来需求明确

高温合金是制造航空航天发动机热端部件的关键材料，也是制造大型电力设备，如工业燃气轮机、氢气轮机、烟气轮机、火力发电机组等动力装置的核心材料。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。我国航空航天、发电领域使用的高温合金年需求量保持 15% 以上的增长速度。

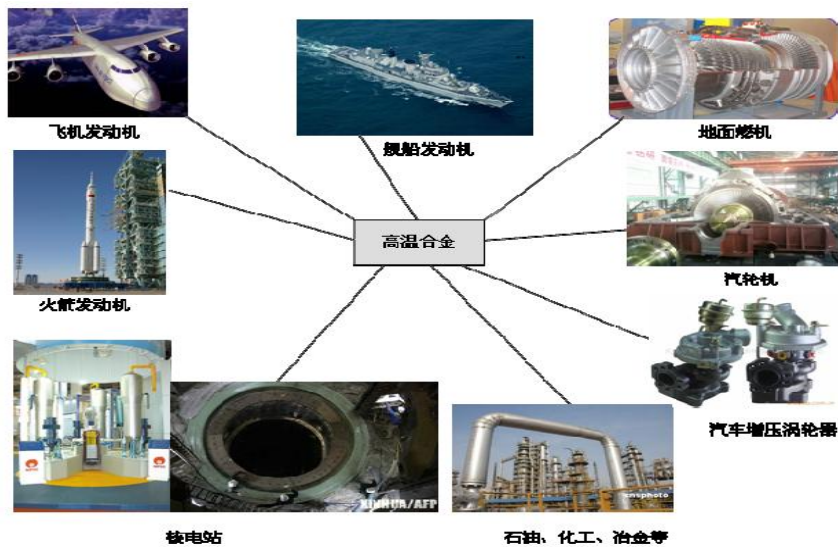
在航空航天领域，高温合金是制造航空航天发动机热端部件的关键材料，在先进的航空发动机中，高温合金用量占发动机总重量的 40%—60% 以上。主要用于四大热端部件：燃烧室、导向器、涡轮叶片和涡轮盘。世界航空航天市场总额已高达数千亿美元，并且正以每年 10% 左右的速度稳步增长。我国自主航空航天产业的发展，随着大飞机项目的推进、长征系列火箭、神舟航天飞船、商业卫星的快速发展，以及直升机、支线飞机等国产化率的不断提升，我国对高温合金材料的需求保持确定性增长。

在燃气轮机领域，燃气轮机广泛用于船舶动力、发电等，其叶轮需要用高温合金来制造。目前燃气轮机发电容量占世界总发电量的 11% 左右，发达国家燃机电厂与燃煤电厂总安装容量为接近 1: 1。目前我国每年花费在进口涡轮叶片备件上就达上亿美元。国内燃气轮机发展前景为高温合金的使用提供了巨大的空间，而且每年的备件供应将是非常稳定的需求，初步估计市场空间在 10 亿元以上。

汽车废气增压器涡轮也是高温合金的一个重要需求领域，目前我国涡轮增压器生产厂家所采用的涡轮叶轮多为镍基高温合金涡轮叶轮，它和涡轮轴、压气机叶轮共同组成一个转子，2008 年对高温合金的需求量达 1900 吨，按照折算 2010 年的需求量在 3000 吨以上。随着环保要求的提高，对汽车废气排放、节能等方面的要求越来越高，汽车增压器

轮占汽车发动机的比例将大幅提升。公司募投项目钛铝金属材料制品项目将成产新一代的更高性能的增压器涡轮高温材料。

图 1：高温合金应用领域



资料来源：公司公告

5、募投项目成为公司未来业绩腾飞的关键因素

公司在 2009 年底 IPO 上市募集资金 5.5 亿元，均用于高温合金项目，其中募集项目有三个：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、新型高温固体自润滑复合材料及制品项目，另用超募资金建设两个项目：铸造高温合金高品质精铸件项目、真空水平连铸高温合金母合金项目。

由于土地和行政审批、以及募投项目考虑超募项目的整体规划等原因，公司首发募投项目建设进度低于预期，公司在 2010 年 10 月做了调整募投项目实施进度计划。其中，在河北涿州的高温材料厂房在 7 月 8 日才奠基开工。预计航空航天用钛铝金属材料制品项目在 2011 年 3 季度末可实现投产，而航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目和新型高温固体自润滑复合材料及制品项目预计要到 2011 年中才能实现投产；另外两个超募项目铸造高温合金高品质精铸件项目和真空水平连铸高温合金母合金项目将于 2012 年底实现投产。

首发募投的 3 个项目达产后公司预计新增销售收入 3.16 亿元，新增利润总额 4546 万元，近乎于再造一个现在的钢研高纳；而超募的 2 个项目实现达产后，将新增收入 3.57 亿元，新增净利润 8329 万元，又再造一个钢研高纳。因此，若在建项目进展顺利，预计在 2014 年全部达产后公司的盈利将翻了 2 番。

表 2：募投项目

IPO 项目	投资额 (万元)	预计投产期	预计收入 (万元)	预计利润 (万元)	备注
航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目	9995	2012 年中	17275	1996	发动机用直接热等静压涡轮盘、鼓筒轴等 9 种部件 30 套，发动机用直接热等静压涡轮盘、封严盘 20 套，发动机用前后挡板 270 个，航空发动机变形高温合金涡轮盘 525 个，航天发动机用小涡轮盘 325 个。

航空航天用钛铝金属材料制品项目	6588	2011年底	6700	1308.66	产能 30 吨，包括航天发动机用 Ti3Al 合金棒材、航空发动机用 Ti3Al 合金锻坯和汽车发动机用 TiAl 合金增压器涡轮精铸件等产品，以及化工等行业泵阀精铸及汽车发动机零件精铸件等。
新型高温固体自润滑复合材料及制品项目	6447	2012年中	7600	1231	年产 1200 吨高温金属基自润滑复合材料及其他制品的生产线，达到年生产 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。
超募项目					
铸造高温合金高品质精铸件项目	15303	2012年底	11610	3705.7 万净利润	高温合金高品质精铸件，主要应用于航空航天发动机、重中型燃机、人工关节及民用复杂结构精铸件等领域
真空水平连铸高温合金母合金项目	16683	2012年底	24100	4622 万净利润	高品质高温合金母合金，主要应用于航空航天发动机领域、粉末高温合金市场、燃气轮机市场、汽车增压器涡轮市场及玻璃制造、冶金、医疗等领域

资料来源：公司公告

6、需求前景明朗，首次给予谨慎推荐

公司的高温合金材料主要应用在航空航天发动机、发电设备中的燃气轮机等领域，我国发展自主航空航天产业将拉动高温合金材料需求保持确定性增长，随着我国大型运输机、大飞机项目的投入使用，对高温合金的需求将加速增长；燃气轮机和汽车废气增压涡轮也为高温合金提供了巨大市场空间。

公司目前最大的发展瓶颈在于产能严重不足，未来几年业绩的腾飞有赖于募投项目的投产生效。根据项目进度安排，2012-2014 是公司产能释放阶段，业绩将保持高速增长。预计 2011-2013 年利润分别为 6599 万元、9717 万元、14571 万元，复合增长率达到了 41.1%，折合每股收益分别为 0.31 元、0.46 元、0.69 元。

虽然短期估值偏高（2011 年 PE 为 57 倍），但我们看好高温合金的发展前景，公司未来几年的产能释放也保障了业绩保持高速增长，我们首次给予谨慎推荐评级，建议长期关注。

表 3：公司的盈利预测表

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	291.20	330.66	402.51	638.07	979.43
同比%	0.03	13.55	21.73	58.52	53.50
归属母公司净利润(百万元)	38.07	46.45	65.99	97.17	145.60
同比%	0.22	22.01	42.08	47.24	49.84
毛利率%	23.69	25.10	26.50	26.50	26.50
ROE%	5.49	5.49	6.67	9.15	12.43
每股收益(元)	0.18	0.22	0.31	0.46	0.69

每股净资产(元)	7.33	7.18	4.67	5.01	5.53
市盈率(倍)	99.57	81.61	57.44	39.01	26.03
市净率(倍)	2.44	2.49	3.83	3.57	3.24

资料来源：东莞证券研究所、公司公告

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼
邮政编码：523000
电话：(0769) 22119450
传真：(0769) 22119453
网址：www.dgzq.com.cn